

SELIGSON & CO

NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 2 / 2007



Ei vaan
TÄSTÄ!

Palkkiot laskusuunnassa
– ja kustannuksilla
on merkitystä!
(s. 3 & 30)

Korkosijoittajan
aakkossoppaa
(s. 4)

PCM
– uuden Venäjän
erikoistuntija (s. 7)

Mitä tekee
indeksisalkunhoitaja?
(s. 24)

SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

INDEKSIRAHASTOJEN PALKKIOT ALENEVAT...	3
UUTTA AASIAN MARKKINOILLE.....	3
ABC – KISSA SIOITTELEE.....	4
PCM – UUDEN VENÄJÄN TUNTIJA.....	7
INDEKSIALKUNHOIDON ARKEA.....	9
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ.....	18
KUSTANNUKSILLA ON MERKITYSTÄ.....	30
KAKSI KÄRPÄSTÄ.....	31
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos	8
Phoenix	12
Phoebus	15
APS Far East	26
Russian Prosperity.....	28
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	19
Euro Obligaatio	20
Euro Corporate Bond	20
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi –indeksirahasto.....	21
OMXH25 –indeksiosuusrahasto.....	21
Eurooppa 50 –indeksirahasto.....	22
Japani -indeksirahasto.....	22
Global Top 25 Brands	23
Global Top 25 Pharmaceuticals	23

Nopeammin sähköisesti!

Katsauksemme on luettavissa myös Internetin kautta (www.seligson.fi) aina jo siinä vaiheessa, kun tiedostoa vielä viimeistellään painokuntoon. Jos et halua painettua versiota laisinkaan, ole ystävällinen ja ilmoita esimerkiksi sähköpostilla osoitteeseen info@seligson.fi – kiitos!

Tämä katsaus julkaistaan neljännesvuosittain. Rahastoitamme julkaistaan myös **Yksinkertaistettu rahastoosite**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoista, kunkin sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Yksinkertaistettu rahastoosite muodostaa yhdessä julkaisun **Rahastojen säännöt** kanssa **Virallisen Rahastoosittteen**. Suosittelemme perehtymistä rahastoositteisiin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Rahastojen **osavuositarkastukset** (puolivuositain) ja **vuosikertomukset** sisältävät mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet.

Julkaisumme ovat saatavissa kotisivuiltamme www.seligson.fi (paitsi osavuositarkastukset ja tilinpäätökset) sekä puhelimitse (09) 6817 8200 ja sähköpostilla info@seligson.fi sekä Tapiolan-yhtiöiden konttoreiden kautta.

Rapportering på svenska

Vi producerar denna fondöversikt enbart på finska. Alla nyckeluppgifter finns dock tillgängliga på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi.

Förenklat Fondprospekt och **Fondernas Regler** finns på svenska både på vår webbplats och som trycktalster. Fonderna Phoebus och Phoenix har även portföljförvaltarens översikt på svenska på webbplatsen. Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen vår kundservice (tel. 09 – 6817 8200) eller skicka e-post till info@seligson.fi.

Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta.

Rahastoihin sijoitetun varallisuuden arvo voi nousta tai laskea, eikä ole takeita siitä, että koko sijoitetun pääoman saa takaisin.

Kustannuksilla on merkitystä.

Jo parin prosentin vuosikulut vähentävät merkittävästi pitkäaikaisen sijoituksen kokonaistuottoa.

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj, 2007
Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro
Kuvitus: Jan Fagernäs, Endero Oy

OMX HELSINKI 25 INDEKSIOSUUSRAHASTO TAAS SUOMEN EDULLISIN!

OMX Helsinki 25 Indeksiosuusrahaston hallinnointipalkkio laskee 1.9.2007 alkaen.

Rahaston palkkio joustaa hallinnoitavan varallisuuden mukaan. Vaihteluväli on aikaisemmin ollut 0,11% - 0,23% ja nyt uuden palkkiotaulukon mukaisesti se on 0,11% - 0,18%. Heinäkuun alun 164 miljoonan euron rahastokoolla palkkio asettuu 0,1661 prosenttiin vuodessa.

Alennusten jälkeen OMX Helsinki 25 on jälleen edullisin suomalaisten osakkeiden rahasto.

Lisätietoja: Jani Holmberg, puh. 09 – 6817 8219, sähköposti jani.holmberg@seligson.fi



INDEKSIRAHASTOJEN HALLINNOINTIPALKKIOT ALENEVAT - uutena rahastolle maksettava kaupankäyntipalkkio

Sijoittajan on pakko luottaa epävarmaan tulevaisuuteen. Hän ei juurikaan pysty vaikuttamaan markkinoiden heilahteluihin eikä valitettavasti edes siihen, miten valitut aktiiviset sijoitusstrategiat onnistuvat.

Pitkäjänteisen sijoittajan tärkeimmät päätökset ovat allokaatio osake- ja korkomarkkinoiden välillä sekä valittujen sijoitusinstrumenttien kustannukset. Niiden vaikutus on etukäteen hahmotettavissa: suurempi osakepaino lisää tuottomahdollisuuksia, mutta myös epäonnistumisen riskiä. Pienemmät kustannukset parantavat tuottoja markkinoilla kuin markkinoilla.

Seligson & Co:n hallinnoimien indeksirahastojen hallinnointipalkkiot laskevat vuoden 2007 lopulla. Palkkiorakennetta muutetaan samalla niin, että palvelemme entistä paremmin pääkohderyhmäämme eli pitkäjänteisiä sijoittajia. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että alennukset koskevat nimenomaan jatkuvasti juoksevia hallinnointipalkkioita. Sen sijaan merkintöjen ja lunastusten yhteyteen on tulossa pienet, mutta jatkuvasti voimassa olevat palkkiot, jotka korvaavat muille osuudenomistajille niistä aiheutuvia kaupankäyntikulujia.

Uudet palkkiot maksetaan siis rahastoon, ei rahastoyhtiölle. Kansainvälisessä kielenkäytössä näitä ei sen vuoksi yleensä kutsutakaan merkintä- tai lunastuspalkkioiksi, vaan esimerkiksi nimellä ”anti-dilution fee”. Suomeksi hyvä nimitys saattaisi olla ”kaupankäyntipalkkio”.

Muutoksen myötä ”tavalliset” indeksirahastomme tulevat palkkiorakenteeltaan lähelle pörssinoteerattuja rahastoja eli ETF:iä. Niissä on usein hyvin alhainen hallinnointipalkkio, mutta sijoittaja maksaa aina osuuksia ostaessaan ja myydessään sekä osakevälittäjän palkkiot että osto- ja myyntinoteerausten välisen hinnaneron eli ”spreadin”.

Indeksiosuusrahastomme palkkio laskee jo syyskuun alusta. Kerromme täsmälliset alennusprosentit muiden rahastojen osalta viimeistään seuraavassa lokakuussa ilmestyvässä katsauksessamme. Tällä kertaa yritämme vielä avata kustannusten merkitystä hieman tavallista tarkemmin (s. 30).

Kulujen lisäksi sijoittajan kannattaa olla hyvin tietoinen myös monimutkaisten tuotteiden mukanaan tuomista riskeistä. Siksi on hyvä lukea Jarkko Niemen artikkeli korkomarkkinoiden uutuustuotteista (s. 4). Myös verotus koskee useimpia sijoittajia. Anders Oldenburg väittää aihetta tylsäksi, mutta hänen pohdintoihinsa siitä (s. 16) kannattaa rahasto-sijoittajan silti tutustua.

Mukavaa loppukesää,



Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

KAKSI UUTTA RAHASTOA KAUKOITÄÄN



Seligson & Co varainhoito välittää kesästä 2007 lähtien kahta uutta mielenkiintoista vaihtoehtoa sijoittaa Kaukoidän markkinoille.

APS Japan Growth Fund sijoittaa ensisijaisesti pieniin ja keskisuuriin japanilaisiin yrityksiin. Rahasto perustettiin 7/2000 ja se on tuottanut indeksiinsä nähden yli-tuottoa 1,90% vuodessa (dollareissa).

APS Small Cap Alpha Fund sijoittaa pieniin yrityksiin Kaukoidän maissa (ei Japani). Tärkeimmät sijoitusalueet ovat Etelä-Korea, Taiwan ja Singapore. Rahasto perustettiin 1/2005 ja se on tuottanut indeksiinsä nähden yli-tuottoa 4,76% vuodessa (dollareissa).

Molemmat rahastot ovat aktiivisesti hallinnoituja UCITS-rahastoja ja salkunhoidosta vastaa Aasian markkinoihin erikoistunut yhteistyökumppanimme *APS Asset Management*. Minimierkintä on 100 000 US dollaria.

Kerromme tarkemmin APS Asset Managementista ja heidän rahastoistaan seuraavassa osavuosisatsumme lokakuussa 2007.

DFA SIJOITTA NYT MYÖS KIINAAN



Yhteistyökumppanimme Dimensional Fund Advisors (DFA) sisällyttää Kiinan osaksi Emerging Markets Value -rahastoon.

Kiina täyttää nykyisin DFA:n asettamat sijoituskriteerit, joiden mukaan rahaston kohdemaissa on mm. oltava riittävän laajat ja toimivat osakemarkkinat. Lähitulevaisuudessa rahasto sijoittaa tosin ainoastaan osakkeisiin, jotka noteerataan manner-Kiinan ulkopuolella, lähinnä Hong Kongissa.

DFA on maailman johtava pienyhtiörahastojen hallinnoija. Seligson & Co varainhoito välittää DFA:n rahastoja Suomessa. Minimierkintä on 250 000 euroa.

Esittelimme DFA:n tarkemmin viime katsauksessamme (1/2007), joka on luettavissa esim. osoitteessa www.seligson.fi.

Lisätietoja: Petri Pohjanoksa
puh. 09-6817 8207
sähköposti petri.pohjanoksa@seligson.fi

ABC – KISSA SIJOITTELEE

- mutta putoaako se jaloilleen?

Tähän mennessä tapahtunut:

”Markkina-arvoltaan Yhdysvaltojen viidenneksi suurimman investointipankin Bear Stearnsin hedgerahasto nimeltään - ja huom, nimellä on tässä merkitystä - *High-Grade Structured Credit Strategies Fund* (”Korkealuokkaisten Strukturoitujen Luottostrategioiden Rahasto”) ilmoitti ajautuneensa vaikeuksiin ja emoyhtiö lupautui pelastamaan rahaston ostamalla osan sen sijoituskohteina olleista subprime -lainoista¹, jotka oli kasattu CDO -rakenteisiin (Collateral Debt Obligation).

Samaisen rahaston aggressiivisempi versio *High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund* (”Korkealuokkaisten Strukturoitujen Luottostrategioiden Parannettu Vivutettu Rahasto”) ei tätä kirjoittaessa ollut saanut vielä ulkopuolista apua, joten sitä uhkaa likvidointi.

Viikko edellisten tapahtumien jälkeen toinen lähes miljardin dollarin hedgerahasto *Caliber Global Investment* ilmoitti laittavansa lapun luukulle, koska myös sen sihti oli subprime-CDO -sijoitusten osalta ollut keho.”

Mistä on kysymys? Tämän päivän korkosijoittamisesta. Korkeiden rooli sijoitussalkussa mielletään perinteisesti vakauttavaksi ja tasapainottavaksi. Korkotason viime vuosina laskiessa investointipankkien kehittäneet uudet tuotteet ovat kuitenkin sekoittaneet sekä tähän liittyvän käytännön, periaatteet että terminologian.

Pitkä talouden noususuhdanne yhdistyneenä alhaiseen korkotasoon on johtanut USA:n asuntolainamarkkinan kuumenemiseen. Normaalia alhaisemmilla luottokelpoisuus-kriteereillä myönnetty ”subprime” -lainat muodostavat viime aikoina nopeasti kasvaneen osan tästä markkinasta. Niihin erikoistuneille rahoituslaitoksille supprime on muodostanut korkeakatteisen mutta riskipitoisen markkinan².

Rahoituslaitokset keksivät koko ajan uusia tapoja paketoita ja arvopaperistaa näitä luottoja. Välineenä tässä paketoinnissa on käytetty aiemmin pääosin muilla korkoinstrumenteilla täytettyjä CDO -rakenteita. Tyypillisiä ostajia näille potentiaalisesti korkeatuottoisille ja -riskisille tuotteille ovat olleet institutionaaliset korkosijoittajat ja hedgerahastot.

Ensin mainittuja ovat kohteisiin houkutelleet globaalisti alhaiset korot ja luottoriskimarginaalit. Jälkimmäiset ovat virittäneet tuotteisiin ”lisää vauhtia” käyttämällä lainavipua. Bear Stearnsin tapauksessa rahastojen pääomat olivat yhteensä noin 1,6 miljardia dollaria, mutta vivutettujen korkopositioiden (lyhyet + pitkät positiot) määrä lähes 30 miljardia dollaria³ – melkein 20-kertainen vipu siis. On mielenkiintoista laskeskella, mihin kertoimeen päästään, kun tällaiseen rahastoon on sijoittanut vaikkapa viisinkertaista velkavipua käyttävä rahastojen rahasto. Huh!⁴

*CDO, CBO, CLO, CDS, CLN, CPDO, ADS, ABS, MBS ja KNT*⁵

CDO-lainojen (”vakuudellinen velkakirja”) laajaksi paisunut kirjoja on helpointa ymmärtää historiallisen syntyperän ja sijoituskohteiden mukaan. Valtaosa vanhimmista CDO:ista perustui yrityslainojen niputtamiseen, jota pankit tekivät osittain oman taseriskinsä hallitsemiseksi. Riippuen siitä, muodostuivatko alla olevat sijoitukset yrityksille suoraan myönnettyistä lainoista vai jälkimarkkinakelpoisista yrityslainoista (corporate bonds), annettiin näille paketeille nimiksi Credit Loan Obligation (CLO) tai Credit Bond Obligation (CBO).

Seuraavassa vaiheessa pakettiin alettiin laittaa myös kiinteistö- ja muita vakuudellisia lainoja (mortgage backed securities eli MBS, autolainat, luottokorttilainat, opintolainat jne.) yhteisnimeksi *asset backed securities* (ABS). Tähän keksintösukupolveen kuuluvat myös nämä nyt vaikeuksia synnyttäneet tuotteet, joita pitäisi kai kutsua nimellä *subprime asset backed securities' collateralized debt obligation*. Anteeksi.

Seuraavassa sukupolvessa varsinaiset velkakirjat korvattiin niiden johdannaisilla, joita ovat esimerkiksi yrityslainojen *credit default swap* (CDS) tai *credit linked note* (CLN). Staattisten rakenteiden lisäksi yleistyi myös CDO:iden aktiivinen hallinnointi. Seuraavassa vaiheessa alkoi markkinoille tulla toisiin CDO-lainoihin perustuvia CDO-lainoja ja nyt näyttää aika olevan kypsä näihin perustuvien rahastojen ja indeksilainojen paketoimiseen yksityissijoittajille.

Yksi erikoismaininnan ansaitseva lyhenne on CPDO (*constant proportion debt obligation*). CDO -lainoista poiketen tämä mutantti saa tuotonsa ns. *total return swapin* välityksellä. Kirjoitan niistä enemmän tuonnempana, kun (jos) olen ymmärtänyt kuinka ne toimivat...

Reippaasti reitaten

Erään Standard & Poor'sin luottoluokitusasiantuntijan mukaan korkosijoittajat ovat kärsineet ”luottoriskiä liittävistä muistinmenetyksistä”. Yrityslainamarkkinoilla ei muutamiiin vuosiin ole esiintynyt merkittävässä määrin maksuhäiriöitä. Sijoittajat ovat siten tulleet halukkaiksi ottamaan enemmän riskiä ja riskin hinta on siksi laskenut.

Luottoluokittajien, joita ovat esimerkiksi Standard&Poor's, Moody's ja Fitch, rooli on kuitenkin olennainen koko CDO-markkinan synnyssä ja kasvussa. Ilman niiden antamaa luokitusta eli reittausta (engl. *rating*) lainan eri osille, eivät esimerkiksi suuret vakuutusyhtiöt ja eläkesijoittajat voisi



omien vakavaraisuusmääräystensä vuoksi sijoittaa niihin kuin pieniä määriä.

Vaikka esimerkiksi Moody's tuo esille rakenteisiin liittyviä riskejä - korkoriski, konkurssiriski, likviditeettiriski, spread-riski (paketoitujen yritysainojen korkoeron kasvaminen, yleinen markkinariski jne.), vaikuttaa sen jollekin tietylle CDO:lle antama luokitus käytännössä juuri toisinpäin. Luokitaja tavallaan "siunaa" rakenteen riskitasoa.

Kompetenssini ei riitä kunnolla ymmärtämään reitittäjien käyttämiä tilastollisia menetelmiä. Silti niiden halukkuus antaa näille monimutkaisille rakenteille suoraan alla olevien sijoitusten mukaan lasketut luokitukset herättää kysymyksiä. Näiden tuotteiden hinnoittelun on tietokoneohjelmistoja valmistavan yhtiön kommenttien mukaan "näin lyhyellä historiallisella aikasarja-aineistolla erittäin vaikea rakentaa luotettavia malleja."

Riippumatta CDO-rakenteen sisältämien arvopaperien, lainojen tai johdannaisten laadusta, sen sijoittajille myytävä puoli jakautuu kolmeen tai useampaan luokkaan, joita alan jargonissa kutsutaan nimillä *seniori*, *mezzanine* ja *pääoma- tai osakeisuus*.

Viimeksi mainittu sisältää sijoittajan kannalta korkeimman riskin ja vastaavasti korkeimman tuottomahdollisuuden. Tämän osuuden haltijat saavat ensimmäiseksi tuta, jos CDO-rakenteen sijoituksiin kohdistuu luottovastuutapahtumia (maksuhäiriöitä, konkurssseja). Näin sen olemassaolo suojelee mezzanine ja senior -osuuksiin sijoittaneiden varoja. Lainaehtoissa on sovittu kuinka suuri määrä näistä sijoittajan kannalta epäonnistuneista tapahtumista osuu riskikkäimpään sarjaan ennen kuin ne alkavat nakertaa myös mezzanine- ja lopulta seniorosuudenkin pääomia.

Koska CDO -rakenteet koostuvat suuresta joukosta sijoituskohteita (esim. 100 eri BB- tai paremman luokan yritysainaa), voidaan jokaiselle luokalle määritellä omat luotto-luokituksensa luottovastuutapahtumien toipumisasteiden ja niiden historiallisten todennäköisyyksien perusteella.

Lainakorin suoman hajautushyödyn kautta syntyy yksi modernien finanssituotteiden ihmeitä: CDO-rakenteen eri luokkien reittaus on korkeampi kuin sen sisältämien yksittäisten velkakirjojen. Sadan BB-lainan esimerkissämme senioriluokka saa AA -reittauksen, mezzanine A -reittauksen ja osakeisuus BBB -luokituksen.

Eikä tässä vielä kaikki. Laskennallista luokitusta vastaava tuotto, ilman odottamattomia luottovastuutapahtumia, on vastaavia luokituksia saaneiden suorien sijoitusten yläpuolella. Todellisuuteen pohjautuvan esimerkkinne senioriluokka (AA) antoi lainan myyntihetkellä 0,4% lisätuoton vastaavan luottokelpoisuuden saaneeseen pankin liikkeelle laskemaan joukkolainaan verrattuna.

Pankkien muuttuva rooli

CDO -lainojen volyymit ovat sananmukaisesti räjähtäneet viime vuosien matalakorkoisessa "ylilikvidissä" ympäristössä, kun korkosijoittajat ovat kaikin keinoin yrittäneet ylläpitää korkosalkkujensa tuottoja.

Ensimmäinen CDO -rakenne näki päivänvalon 1980-luvun puolessa välissä, kun junk-bond -buumi⁶ riehui edellisen kerran. Markkinoiden romahduksen jälkeen kesti 10 vuotta ennen kuin kehitys pääsi uudelleen vauhtiin ja tämän jälkeen kohtuullisen pienen ammattisijoittajajoukon tuotteista on tullut yksi korkomarkkinoiden innovatiivisimmista ja nopeimmin kasvavista osa-alueista. Viime vuonna näitä paketteja rakennettiin uskomattoman 918 miljardin dollarin edestä. Tästä määrästä yli 170 miljardia oli paketoitu yhdysvaltalaisista subprime -asuntolainoista⁷.

Valtavan uuden markkinan pääpelurit ovat sijoittajapyramidin huipulta: suuret liike- ja investointipankit sekä eläkesäätiöt ovat kaikki löytäneet näistä tuotteista ominaisuuksia, joita eivät voi vastustaa. Hedgerahastojen lukumäärän ja koon kasvu sekä lisääntynyt velkavivun käyttö ovat taanneet entistä riskipitoisempien ja monimutkaisempien CDO -rakenteiden kysynnän.

Pankkien halu CDO -lainojen paketointiin selittyy niiden taseriskin hallinnalla ja pääomarakenteen optimoinnilla. Ne tekevät omia sijoituksia usein CDO -lainan seniorosaan (esim. A-luokiteltu pankki sijoittaa AAA-luokiteltuun CDO -rakenteeseen ja saa samalla korkeampaa tuottoa kuin sen oma markkinaehtoinen varainhankinta maksaa). Tämän päälle tulevat mehevät järjestely- ja myyntikomissiot.

Eläkesijoittajia näissä tuotteissa himottaa mm. paketoinnilla saavutettava riskinhajautus ja sijoituskohteen luottokelpoisuuden nosto. Lisäksi näillä rakenteilla voidaan muuttaa tietyn tyyppisiä katekelvottomia sijoituksia katekelpoisiksi ja siten parantaa salkun tuotto-odotusta ilman että viranomaisille raportoitava riski kasvaa.

Ehkä kaikkein paras myyntiargumentti on kuitenkin ollut viime vuosien tuottoluvut: CDO -rakenteita seuraavien indeksien vuosituotot ovat hiponeet pariakymmentä prosenttia samalla kun valtion joukkolainojen korot ovat olleet noin 5 prosentin tasolla ja heikkolaatuistenkin yritysainojen tuotot alle 10 prosenttia.

Kokonaisuudessaan uusien rakenteiden markkinaa voidaan pitää osana koko rahoitusmarkkinoiden arvopaperistumisprosessia. Sen myötä monien pankkien rooli on muuttunut lainan myöntäjästä lainojen uudelleen paketoimiseen ja markkinointiin erikoistuneeksi ... hmmm... innovaattoriksi.

Riskin alkulähteillä

Subprime -lainamarkkinan ongelmat eivät tietenkään sinänsä ole *johtuneet* CDO -lainoista, vaan heikosti maksukykyisille asunnonostajille liian alhaisilla marginaaleilla myönnetystä luotoista. CDO -rakenteilla näitä lainoja myöntäneet rahoituslaitokset ovat hankkineet edullista rahoitusta ja siirtäneet niihin liittyvää riskiä sijoittajille. Tämä on pitänyt volyymit kasvussa ja osaltaan nostanut asuntojen hintoja.

Meneillään oleva markkinakorjaus on nostanut BBB -luokan subprime -lainojen riskipreemion alkuvuoden 3,65%:sta yli kaksinkertaiseksi. Luottoluokittajat ovat puolestaan joutuneet laskemaan satojen subprime -lainojen luokitusta.

Mikäli subprime -lainojen nykyinen 7%:n maksujen laiminlyöntitahti jatkuu, johtaa se ennemmin tai myöhemmin siihen, että monet BBB-tasoiisiin CDO -rakenteisiin sijoittaneet menettävät lähestulkoon koko sijoituksensa. Alussa mainitun Bear Stearns riskikkäämmän rahaston osuuksista on romahduksen jälkeen maksettu n. 5% niiden alkuperäisestä arvosta.

Korkojohdannaiset, joiden tehtävä oli alun perin auttaa sijoittajaa suojautumaan luottovastuutapahtumilta, toimivatkin käytännössä usein riskiä lisäävinä. Ne kiihdyttävät luottojen kokonaismäärän kasvua ja yllyttävät sijoittajia suurempaan riskinottoon. Warren Buffett on osuvasti määritellyt ne ”rahoitusalan joukkotuhohaseiksi”.

Rahasto-osuudessa lähellä Sinua

Luottoluokittajien antamat luokitukset ovat mahdollistaneet myös tavallisten sijoitusrahastojen salkunhoitajille pääsyn näille uusille markkinoille. Luottoluokitus näyttää toimivan salkunhoitajien silmissä jonkinlaisena takuuna siitä, että riskit eivät toteudu. Lisäksi kilpailijoiden käyttäessä näitä sijoituskohteina on konservatiivisenkin salkunhoitajan houkutus hakea lisätuottoa suuri.

USA:ssa CDO -rakenteita käyttäviä rahastoja on jo tarjolla myös ns. suurelle yleisölle. Eurooppalainen UCITS -ohjeisto ei aseta esteitä luokiteltuihin CDO -lainojen sijoittamiselle ja niinpä niitä näkee jo lähes riskittöminä markkinoiduissa rahamarkkinarahastoissakin.

Erityisen huolestuttavaa on, että tavallisenkin rahaston sijoitukset voivat kohdistua myös CDO -rakenteen riskipitoisimpaan ”osake” -osuuteen. Ongelmiin ajautuneiden sijoitusten arvostaminen on melkein mahdotonta, koska noteerauksia pitkäaikaisiksi sijoituksiksi tarkoitetuille lainoille ei välttä-

mättä ole saatavissa tai sitten ostolaita on useita kymmeniä prosentteja aikaisemmasta noteerauksesta. Sijoittajien ja etenkin rahastojen pitäisi kuitenkin voida arvostaa niitä oikein jokaisena pankkipäivänä.

Riippumatta siitä ovatko alussa kerrotut tapahtumat jäävuoren huippu vai yksittäisiä onnettomuuksia, kertovat ne kahdesta seikasta, joihin sijoittajien tulisi kiinnittää huomiota: uusien korkoinstrumenttien monimutkaisuudesta ja velkavivun ikävästä puolesta markkinatilanteiden muuttuessa. Kaikkihan on maksettava, mitä tässä maailmassa velkaantuu – eikös juu?



Jarkko Niemi
toimitusjohtaja
Seligson & Co Oyj
jarkko.niemi@seligson.fi

- (1) Sub-prime lainat = USA:n asuntolainamarkkinoiden huonoimman maksuvalmiuden kuluttajille (ja korkeimpien lainamarginaalien) suunnatut asuntolainat.
- (2) Tätä kirjoitettaessa 92 subprime rahoitukseen erikoistunutta yritystä oli ajautunut konkurssiin tai muihin vaikeuksiin nykyisen kriisin kuluessa: <http://ml-implode.com/#implode>
- (3) Lainavivun käytöstä enemmän edellisessä neljännesvuosikatsauksessamme (1/2007) otsikolla: ”Vipusijoittaja likviditeettikyvyssä. Katsaus löytyy esim. www.seligson.fi.
- (4) Lipper: HedgeWorld kesäkuu 2007
- (5) Kuka Näistäkin Tietää
- (6) Junk bondit eli ”roskalainat” ovat perinteisesti tarkoittaneet alhaisen luottokelpoisuuden (alle BBB/ Baa) yrityslainoja. Niiden kulta-aika oli 1980-luvulla ja symboliksi nousi ”roskalainakuningas” Michael Milken, joka tuomittiin loppujen lopuksi 10 vuodeksi vankilaan sisäpiirikoksesta. Hän on kuitenkin Forbesin tiastojen mukaan edelleen maailman 500 rikkaimman joukossa.
- (7) JPMorgan



PROSPERITY CAPITAL MANAGEMENT

- uuden Venäjän erikoistuntija

Sijoitusneuvojamme Venäjällä ja IVY -maissa on Moskovassa pääkonttoriaan pitävä **Prosperity Capital Management** (PCM). Yhtiö on toiminut Venäjän markkinoilla vuodesta 1996, mutta sen sujuvasti venäjää puhuvat ruotsalaiset perustajat ja paikalliset asiantuntijat olivat alueella aktiivisia jo vuosia ennen tätä.

PCM on suurin Venäjään ja sen lähialueisiin erikoistunut varainhoitaja. Sen huostaan on uskottu yli 3 miljardin euron varallisuus asiakaskunnalta, joka koostuu esimerkiksi maailman suurimmista säätiöistä, rahastoista sekä muista raha- ja vakuutuslaitoksista.

PCM on yli kymmenen toimintavuotensa aikana ollut aktiivisesti mukana kehittämässä Venäjän osakemarkkinoita, muun muassa maan sijoittajensuojayhdistyksen perustajajäsenenä. Viranomaiset, poliitikot sekä yritysjohto ovatkin usein tiedustelleet PCM:n kantaa asioiden valmistelu- prosesseissa. PCM:n asiantuntijoita on myös kautta vuosien kuulunut maan suurimpien yhtiöiden hallituksiin. Näin he ovat luoneet ainutlaatuiset yhteydet sekä yhtiöiden johtoon että suurimpiin omistajiin.

PCM:n tärkeimpiä menestystekijöitä ovat erinomainen maine, kattava yhteysverkko ja syvä paikallistuntemus. Näitä kilpailuvaltteja Venäjän omintakeisilla markkinoilla on vain harvoilla. Varsinkin uusille ulkomaisille markkinaosuudelle niitä on käytännössä mahdotonta rakentaakaan.

Monipuolinen Venäjävalikoima

Seligson & Co perusti Suomeen rekisteröidyn Russian Prosperity Fund Euron yhteistyössä PCM:n kanssa vuonna 2000. Rahasto on viime vuosina pärjännyt loistavasti sekä kotimaisessa että kansainvälisessä vertailussa. Rahasto on Seligson & Co:n hallinnoima, mutta PCM:n rooli sijoitusneujana on ollut sen menestyksen avaintekijöitä. Russian Prosperity Fund Euro on ainoa eurooppalaisen UCITS -sijoitusrahastodirektiivin mukainen PCM:n rahasto.

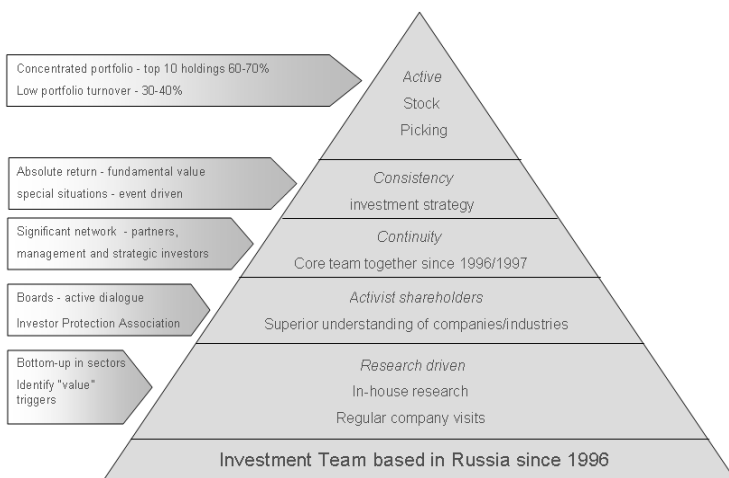
PCM hallinnoi menestyksellisesti myös yli kymmentä muuta eri toimialoille tai markkinatilanteisiin erikoistunutta rahastoa. Osa näistä on noteerattuja suljettuja rahastoja, osa ns. off shore -tuotteita.

Sijoittajien kasvavan kiinnostuksen myötä PCM on perustamassa Venäjän lähialueille sijoittavia erikoisrahastoja. Näin myös Russian Prosperity Fund Euro voi tarvittaessa hyödyntää PCM:n kasvavaa lähialueiden asiantuntemusta, koska rahaston säännöt mahdollistavat jo nykyistä laajemmat sijoitukset ns. IVY-maihin.

Seligson & Co:n varainhoito edustaa PCM:n erikoistuuotteita Suomen markkinoilla. Russian Prosperity Fund Euron ajan-kohtainen katsaus löytyy sivulta 28 ja allekirjoittanut antaa mielellään lisätietoja sekä PCM:stä että yhtiön tuotteista.

Petri Pohjanoksa
petri.pohjanoksa@seligson.fi
puh. 09 - 6817 8207

Prosperity - The Approach



Kuva: PCM:n toiminnan osa-alueet. PCM on aktiivinen sijoitushallinnoija, jonka rahastot pyrkivät voittamaan niille asetetun vertailuindeksin tuoton.

PCM:n RAHASTOJA

- Russian Prosperity Fund Euro, suomalainen UCITS-rahasto, sijoittaa laajasti Venäjän ja lähialueiden markkinoille, pyrkii voittamaan RTSI-indeksin tuoton
- Off-shore -rahasto lähes vastaavalla sijoituspolitiikalla kuin Russian Prosperity Fund Euro ja lisäksi pieniin ja keskisuurin erikoistuneita rahastoja
- Erikoisrahastoja lisäksi myös seuraaville sektoreille: telekommunikaatio, energia, öljy- ja teollisuusyritykset, Venäjän kotimarkkinat
- Uusia tuotteita tulossa vielä vuoden 2007 aikana

Lisätietoja myös: www.prosperitycapital.com

Huom! Off-shore- ja erikoisrahastot tarkoitettu vain ammattimaisille sijoittajille.



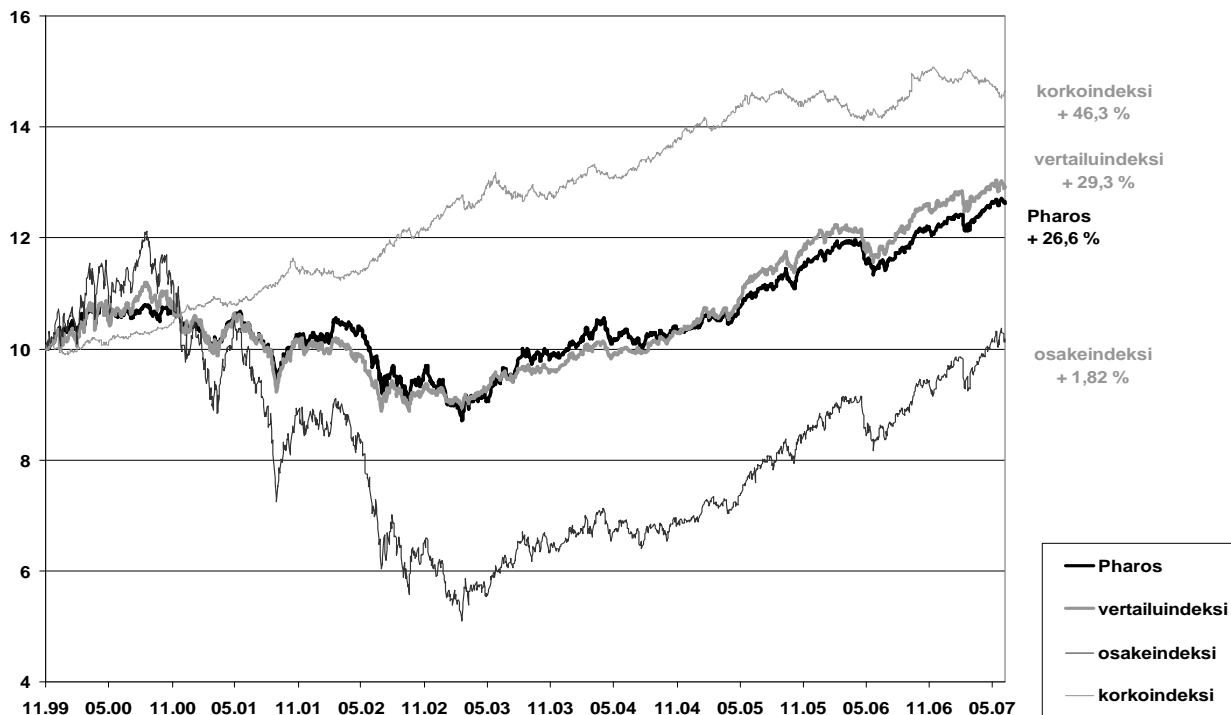
VARAINHOITORAHASTO PHAROS
30.6.2007

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

Pharos ja vertailuindeksit

Euro

24.11.1999 - 30.6.2007



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	5,9
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50%) Osakkeet / maailma: MSCI AC World NDR (35%) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15%)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	-
Lunastuspalkkio	0% (1%, jos sijoitusaika alle 6kk, 0,5%, jos alle 1 v)**
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

** Lunastuspalkkio rahastoon

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,9 %	3,2 %	2,3 %	4,4 %
Vuoden alusta	3,4 %	3,8 %	2,9 %	4,9 %
1 v	9,8 %	3,8 %	9,6 %	4,4 %
3 v	22,2 %	4,2 %	29,1 %	4,6 %
5 v	29,0 %	6,2 %	37,8 %	5,5 %
Aloituspäivästä	26,6 %	6,5 %	29,3 %	7,1 %
Aloituspäivästä p.a.	3,1 %		3,4 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Sisältää myös kohderahastojen palkkiot

** Pharoksen kohdalla kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määrärajojen uusittavia sijoitustodistuksia, talletuksia tai rahamarkkinarahasto-sijoituksia. Em. rahamarkkinavälinekauppojen kanssa kiertonopeusluku on: 176 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,78 % *
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,14 % / mahd. osassa kohderahastoja
Kaupankäyntikulut	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Kokonaiskulut (TKA)	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Salkun kiertonopeus	17,55 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,83 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	3,53 %

SUURIMMAT OMISTUKSET	Osuus rahastosta	Allokaatio
S&Co Eurooppa 50 -indeksirahasto	15,2 %	Osakesijoitukset yhteensä 41,8 %
S&Co USA	6,0 %	
S&Co Global Top 25 Brands	4,2 %	
Nasdaq-100 -indeksiosuus	3,2 %	
S&Co Japani -indeksirahasto	2,5 %	Korkosijoitukset yhteensä 58,2 % (duraatio 1,2 v)
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	3,1 %	
S&Co Phoebus	3,4 %	
S&Co APS Far East	2,8 %	
S&Co Russian Prosperity	1,3 %	
Pitkät korkosijoitukset	12,3 %	Korkosijoitukset yhteensä 58,2 % (duraatio 1,2 v)
(Valtion obligaatiot (12,3 %))		
Lyhyet korkosijoitukset	45,9 %	
(Seligson & Co Rahamarkkinarahasto AAA 2,3 %)		

SALKUNHOITAJALTA

Kulunut kevät on ollut sekä ilmojen että osakekurssien kehityksen kannalta poikkeuksellisen suotuisa. Osakemarkkinoita kuvaava vertailuindeksimme nousi toisella vuosineljänneksellä 6,1% ja on vasta nyt plussan puolella rahaston aloituksesta vuonna 1999.

Pitkien korkojen vahvan nousun seurauksena korkomarkkinoiden vertailuindeksimme puolestaan laski peräti -1,5%. Koko rahaston vertailukohtana toimiva edellisten yhdistelmä kohosi 2,3%. Vaikka Pharoksella oli normaalitilannetta vähemmän sijoituksia osakemarkkinoilla, nousi rahaston arvo varovaisen korkonäkemyksemme ansiosta vertailuindeksiämme enemmän eli 2,9%.

Osakesijoituksistamme parhaan tuoton meille toi pitkästä aikaa APS Far East 14,5%:n nousullaan. Ainoa miinusmerkkinen osakesijoituksemme oli Japani -indeksi-rahasto, joka kärsi Japanin jenin heikkenemisestä sijoitusvaluuttaamme euroon nähden.

Pitkien korkojen joukkolainamarkkinoille sijoittaneille ovat viime vuodet olleet kylmää kyytiä. Riskitön rahamarkkinasijoitus on vieläpä kolmen vuoden sijoitusaikanakin tuottanut paremmin. Pitkät korot ovat kuitenkin viime aikoina nousseet ja alkavat taas pikkuhiljaa olla houkutteleva sijoituskohde. Mutta milloin? Useimmilla korkoasiantuntijoilla on tuki mielipide, mutta sijoittajan kannalta harmillista on, että ne ovat keskenään erisuuntaisia.

Pharoksen korkosijoitukset keskittyvät edelleen lyhyisiin korkoihin. Niiden historiallinen tuotto on vuodessa ollut vaatimattomalta kuulostava n. 3,3%, mutta tällä hetkellä juokseva eli odotettavissa oleva tuotto (korkosalkumme duraatio on 1,2 v) on jo yli 4,5%.

Vuosineljänneksen aikana olen käynyt vain sen verran kauppaa mitä merkinnät ja lunastukset ovat vaatineet. Sijoitin rahastoon tulleita varoja enimmäkseen rahamarkkinoille ja lunastuksia käytin hyväksi mm. luopumalla sijoituksistamme S&P 500 -indeksi-osuusrahastoon. Näiden toimien seurauksena osakepainomme on edelleen laskenut aavistuksen verran eli n. 42%:iin.

Rahaston maksamat 0,78%:n palkkiot ovat pienestä tuottosidonnaisesta palkkiosta huolimatta edelleen kokonaisuudessaan alhaiset. Kohdesijoituksistamme maksetut palkkiot ovat tällä hetkellä enää 0,23%. Koska teemme suurimman osan korkosijoituksista suoraan korkomarkkinoille, niiden osuuden noustessa rahaston kokonaiskulut laskevat. Suomessa ei edelleenkään ole kustannuksiltaan edullisempää 50/50 -yhdistelmärahastoa (Sijoitustutkimuksen rahastoraportti 5/2007).

Paras mahdollinen peruspurilainen

Vielä joitain kymmeniä vuosia sitten – ja jopa allekirjoittaneen opiskeluaikana – oli yleisesti tapana tilata kojulta purilainen ”kaikilla mausteilla”. Sai sämpylän, pihvin, ketsuppia ja sinappia. Ja nälkä lähti.

Tämän päivän putiikeissa on tarjolla eri kokoja, täytteitä ja mausteita päätähuimaava valikoima. Jos nyt tilaisi ”vähän kaikkea”, rakennelma tuskin muistuttaisi enää juurikaan purilaista ja lopputuloksena olisi todennäköisesti vain huono vointi.

Tilanne on sama sijoitusmarkkinoilla. Tarjolla on niin suuri valikoima eksoottisia tuotteita ja salkun täytteitä, että tärkeimpien perusainesten merkitys helposti unohtuu ja lopputulos voi olla kallis sekasotku.

Pharoksen salkkua rakentaessani käytän periaatteessa yhtä suurien osake- ja korkosämpylöiden välissä useita toisiaan täydentäviä täyte- ja maustevaihtoehtoja. Pidän kuitenkin mielessä, että hampurilaisen tilannut asiakas odottaa saavansa maittavan ja terveellisen *hampurilaisen*, eikä mitään *mexwokmangozuppaduppa* -pataa.

Kaikista eksoottisimmat täytteet rajaan pois, koska tuoteselosteet ovat niin sekavia, että en saa selvää siitä mitä ne pitävät sisällään. Poikkeen selkeästä perusreseptistä – eli otan näkemystä sijoitusmarkkinoiden kehityksestä – vain poikkeuksellisissa tilanteissa. Viime vuosina meillä on ollut vahva näkemys korkojen nousun puolesta ja tänä keväänä hiukan varovainen suhtautuminen jo pitkään nousseisiin osakemarkkinoihin.

Iso, pieni vai normaali?

Myimme S&P 500 -sijoituksemme lähinnä siksi, että se menee päällekkäin oman USA-indeksirahastomme kanssa. Viime vuoden lopulla luovuin myös S&P 400- ja Suomi-indeksirahastoista. Näiden muutosten seurauksena salkkumme ytimenä toimivat sijoitukset osakeindeksirahastoihin ovat selvästi keskittyneet markkina-arvoltaan kaikista suurimpiin yhtiöihin.

Käynnissä oleva osakemarkkinoiden nousujakso alkoi noin viisi vuotta sitten. Tänä aikana pienten yhtiöiden (esim. S&P 600 Small Cap -indeksi USD:lla mitattuna) osakekurssit ovat nousseet n. 80%, kun suuret yhtiöt (esim. Dow Jones 30 -indeksi) ovat tuottaneet 40%. Kuluvan vuoden tulostenusteilla mitattuna pienten yhtiöt (P/E 18) ovat jonkin verran kalliimpia kuin suuret yhtiöt (P/E 15). Myös Euroopassa kehitys on viime vuosina ollut samantapainen.

Korkotason noustessa yritysten rahoituskustannukset nousevat, mikä ennen pitkää näkyy niiden tuloksissa. Teorian mukaan korkojen nousun pitäisi painaa erityisesti pienten kasvuyritysten kurssia, koska ne ovat keskimäärin suuryrityksiä velkaantuneempia ja niillä ei yleensä ole yhtä vahvaa markkina- ja hinnoitteluasemaa. Vastaavasti suuret yhtiöt, joilla on vahva markkina-asema ja usein myös vahvempi kassa, selviävät yleensä korkojen noususta ja sitä seuraavasta talouskasvun hidastumisesta vähemmällä vastoinkäymisillä.

Onko koolla sitten väliä? Yhteistyökumppanimme Dimensional Fund Advisorsilla asiantuntijoina toimivat taloustieteen huippututkijat E. Fama & K. French ovat osoittaneet, että pienet yhtiöt ovat hyvin pitkällä aikavälillä tuottaneet isoja paremmin. On luonnollista, että sijoittaja saa korvauksen pienyhtiöiden suuremmasta riskistä. Lyhyemmällä alle 20 vuoden aikajaksolla isot ja pienet ovat vuorotelleet tuottotilastojen kärjessä. Näkemysten ottamista vaikeuttaa näiden keskenäisten voittoputkien kovin satunnainen pituus.

... ja mitä mausteita?

Kuten alla olevasta osakesijoitustemme jakaumaa kuvaavasta taulukosta ilmenee, olemme sijoitustemme maantieteellistä hajautusta ajatellen melko lähellä perushampurilaisemme koostumusta.

”Kehittyviä markkinoita” on tosin hiukan normaalia enemmän. Karkeassa luokittelussamme näihin markkinoihin kuuluvat APS Far Eastin sijoituksemme esim. Taiwanin, Singaporeen, Hong Kongiin ja Koreaan.

Valtaosaa näissä maissa toimivista salkkuyhtiöistämme ei kuitenkaan voi pitää tyypillisinä kehittyvien markkinoiden sijoituksina, vaan monet ovat globaalisti toimivia suuryhtiöitä. Monet itse melko tuntemattomat yritykset valmistavat tunnettuja tuotemerkkejä maailmanmarkkinoille.

APS Far East –rahaston suurin sijoitus taiwanilainen Hon Hai Precision on hyvä esimerkki. Se on maailman suurin ja edelleen nopeasti ja kannattavasti kasvava sopimusvalmistaja, joka tekee mm. Applen iPod soittimia, HP:n tietokoneita ja tulostimia sekä Sony:n Playstationeita.

Myös kehittyviin markkinoihin lukeutuvan Venäjän osalta olemme myös jonkin verran ylipainossa. Salkun sijoitusneuvojana toimiva Prosperity Capital Management on toistuvasti onnistunut muuttamaan salkun rakennetta markkinatilanteen mukaan. Rahasto poikkeaa merkittävästi paikallisesta indeksistä ja keskittyy nyt öljy-, kaasu- ja raaka-aineyhtiöiden sijasta enemmän vahvassa kasvussa oleviin kotimaisesta kysynnästä ja infrastruktuuri-investoinneista hyötyviin yrityksiin.

Terveysvaikuttavia ravintoaineita

Myös rahastomme toimialajakauma on hieman erilainen kuin vertailuindeksimme. Olemme alipainossa rahoitus-alalla. Korkojen noustessa yritysten ja kotitalouksien pankkilainojen kysynnän pitäisi jossain vaiheessa hiipua. Pankeille erittäin kannattavien hittisijoitustuotteiden kysyntä tuskin jatkuu näin vahvana loputtomiin, eivätkä rahalaitosten omien sijoitussalkkujen viime vuosien huimat tuotot voi jatkua vuodesta toiseen.

Olemme ylipainossa terveys- ja kulutustavaratoimialoilla. Tällä vuosikymmenellä terveysala on ollut sijoittajille pettymys. Etenkin lääkeyritysten osakkeiden kehitys on selvästi jäänyt osakemarkkinoiden keskiarvosta. Tähän on ollut montakin syytä: oikeudenkäyntejä puutteellisesta lääkkeiden sivuvaikutuksista tiedottamisesta, laiminlyöntejä uusien lääkkeiden testauksessa, kehityskustannusten huima nousu geneeristen lääkkeiden vallatessa markkinoita jne.

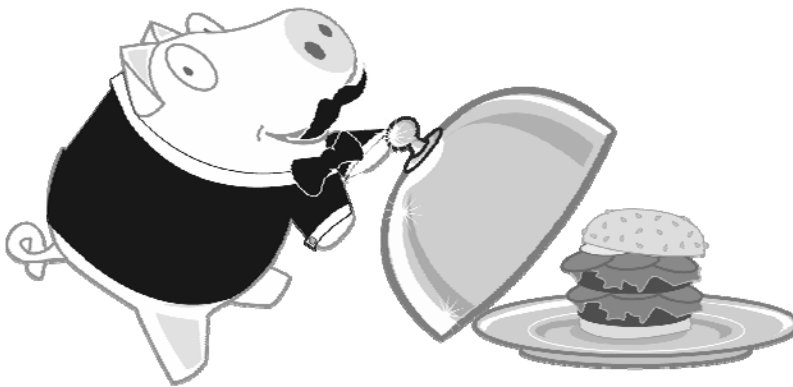
Monien mielestä nämä ongelmat ovat kuitenkin painaneet osakkeiden hintoja jo liikaakin. Lääkeyhtiöt ovat kaikesta huolimatta kannattavia ja vakavaraisia ja toimiala mielenkiintoinen: kehittyneiden maiden väestön ikääntyessä ja kehittyvien maiden väestön vaurastuessa lääkkeiden käyttö tuskin ainakaan vähenee. Usein on edullisempaa ostaa silloin, kun ala ei ole sijoittajien suosiossa ja kurssit ovat historiallisesti alhaisella tasolla.

	Eurooppa	USA	Japani	Kehittyvät	Salkku	Indeksi
Kulutustavarat	8	9	3	2	21	16
Terveys	6	6	1	0	14	10
Rahoitus	15	3	2	1	21	30
Teknologia	6	10	1	3	19	14
Teollisuus	14	5	1	4	25	29
Salkku	49	33	8	10	0	100
Indeksi	52	37	8	3	100	

Ateriaan kuuluu juoma

Kulutustavarapuolen ylipainomme on lähinnä suurehkon Global Top 25 Brands -sijoituksemme ansiota, noin 90% sen yhtiöistä edustaa kulutustavaramarkkinaa. Rahaston salkusta löytyy ns. ylellisyystavarayhtiöitä kuten Tiffany & Co, L'Oreal ja isojen poikien moottoripyöriä valmistava Harley Davidson. Näille nykyinen noususuhdanne on ollut mannaa, mutta korkojen nousua ennen pitkää seuraava kuluttajien säästävää linjaa ei varmaankaan ole eduksi.

Ylellisyystavamerkit ovat kuitenkin vähemmistössä. Suurimmat sijoituksemme ovat päivittäistavarayhtiöitä kuten Coca-Cola (juomat), Unilever (elintarvikkeet), Procter & Gamble (22 huippubrändiä, esim. Gillette, Braun ja Ariel), joiden kysyntään syklit vaikuttavat vähemmän.



Teknologiasektori on niin ikään ylipainossa. Salkkumme suurimmat sijoitukset siellä ovat teletoiminnan infrastruktuuri- ja matkapuhelinyhtiöissä (esim. Vodafone ja Nokia). Teknologiasektorin yhtiöiden arvostukset ovat yleisesti hyvin kohtuullisella tasolla etenkin vuosittuuhannen vaihteeseen verrattuna.

Koska osakesijoituksemme koostuvat nyt enimmäkseen markkinoiden suurimmista yhtiöistä, on yhtiöiden lukumäärä laskenut yli tuhannesta 250:een.

Valuutoissa olemme konservatiivisia: emme yritä arvilla valuuttakurssien liikkeitä. Sijoitustemme valuuttajako on mahdollisimman lähellä vertailuindeksiämme. Korkosijoituksemme ovat euromääräisissä korkoinstrumenteissa ja osakesijoituksemme rahastoissa, jotka sijoittavat paikallisvaluutoissa ilman vipua tai suojausta.

Käytän Pharos -purilaisen valmistukseen vain parhaita raaka-aineita. Tavoitteena on tarjota monipuolinen ja maittava täysateria.

Suosimme kotimaista, kunhan se on hinnaltaan ja laadultaan järkevää. Vältämme ylimääräisiä rasvoja ja muita sijoittajan tuot... siis terveydelle haitallisia aineita. Tarkan tuoteselosteen ja jopa raaka-aineista maksamamme hinnat löydät aina ajantasaisina myös kotisivuiltamme (www.seligson.fi).

Siispä hyvää ruokahalua!

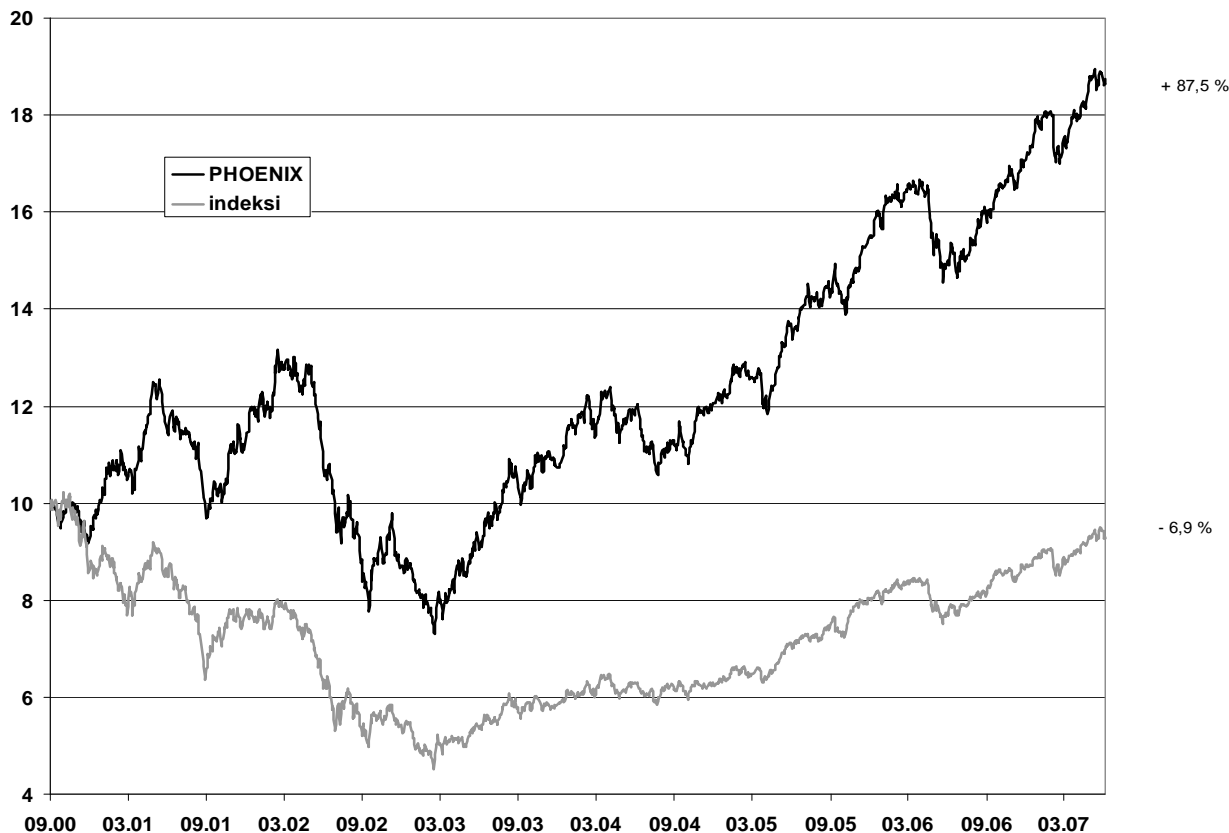
Petri Rutanen, varainhoitajanne
petri.rutanen@seligson.fi



Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 30.6.2007



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	15,2
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	Ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,4 %	7,6 %	5,7 %	8,6 %
Vuoden alusta	8,9 %	9,2 %	6,7 %	10,0 %
1 v	24,6 %	9,6 %	20,5 %	9,4 %
3 v	55,9 %	10,9 %	48,1 %	10,1 %
5 v	75,8 %	15,2 %	47,7 %	15,1 %
Aloituspäivästä	87,5 %	16,0 %	-6,9 %	16,7 %
Aloituspäivästä p.a.	9,7 %		-1,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	1,12 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,29 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,41 %
Salkun kiertonopeus	116,46 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,35 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	17,75 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TELE NORTE LESTE PART-ADR	Brasilia	5,2 %
SANOMAWSOY OYJ	Suomi	4,6 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	4,2 %
SVENSKA CELLULOOSA AB-B SHS	Ruotsi	3,9 %
BOSTON SCIENTIFIC CORP	Yhdysvallat	3,8 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	3,8 %
GETRONICS NV	Alankomaat	3,6 %
RHODIA SA	Ranska	3,4 %
SWISS LIFE HOLDING	Sveitsi	3,3 %
TATE & LYLE PLC	Iso-Britannia	3,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Rahaston arvo nousi vuoden toisen neljänneksen aikana 7,4% ja Morgan Stanley World –indeksi 5,7%. Viimeksi kuluneen vuoden aikana on rahasto noussut 24,6 ja indeksi 20,5%. Kolmen vuoden luvut ovat 55,9% rahastolle ja 48,1% indeksille.

Voimme olla tyytyväisiä siitä, että rahasto on pärjännyt vertailuindeksiään paremmin kaikkien kolmen tarkastelujakson aikana. On kuitenkin hyvä muistaa, että aina ei niin tule olemaan. Aidosti aktiivisen rahaston sijoitustyylit tuo mukanaan kaupankäyntikuluja ja päälle tulevat tietenkin myös rahaston hallinnointipalkkiot. Vaikka aktiivinen hallinnointi tuo onnistuessaan kustannukset takaisin, on selvää että indeksin voittaminen on pitkällä aikavälillä tiukka tavoite.

Osakemarkkinat ovat jatkaneet vahvoina korkotason noususta huolimatta. Kursseja ovat edelleen kohottaneet ne kevät-tunteet, joista kirjoitin jo viime raportissa. Euroopan ja USA:n yli hyökyy sellainen yritysjärjestelyaalto, että moista ei ole nähty sitten vuosituuhannen vaihteen.

USA:n makrosignaalit ovat olleet sekä hyviä että huonoja. Toisaalta asuntomarkkinat ovat jatkaneet alaspäin ja saaneet kuluttajien luottamuksen talouden tulevaan kehitykseen heikentymään. Toisaalta teollisuustuotanto on pysynyt ennätysmäisen *viennin* kannattalemana hyvällä tasolla – aika uusi piirre USA:ssa!

Yhdysvaltain osakemarkkinatkin ovat kehittyneet hyvin – paremmin kuin monikaan osasi odottaa – yritysten hyvien voittolukujen ansiosta. Niihin taas vaikuttaa amerikkalaisten yritysten ulkomailla tekemien voittojen valuuttamuunnokset. Tämän vaikutus tuntuu eniten suurissa kansainvälisissä kasvuyhtiöissä, jotka ovat sen vuoksi osittain kurneet kiinni viime vuosina pieniyhtiöiden hyväksi kertynyttä tuottoeroa.

Tähän liittyy kysymys siitä ennakoiko tämä myös viime vuosien arvo-osakebuumin loppuvaihetta? Esimerkiksi Russell 1000 Value –indeksi on tämän vuosikymmenen aikana tuottanut annualisoituna 14% paremmin kuin kasvu-osakkeista koostuva Russell 1000 Growth. Vertailun vuoksi voi todeta, että vuosina 1995-2000 oli tuottoero 11% vuodessa toisin päin ja sitä kutsuttiin kasvuosakekuplaksi. Ajat muuttuvat, ylilyönnit jatkuvat!

Kaksoiskierrettä salkkuun?

Tämän vuosineljänneksen aikana myin salkkustamme kokonaan tai osittain seitsemän yhtiön osakkeita ja ostin uusia tavanomaiset viisi. Rahasto koostuu nyt 45:stä yhtiöstä.

Myytyjen joukkoon en ole vielä laskenut Avayaa, josta kirjoitin tarkemmin katsauksessa 2/2006. Silver Lake Partners ja

TPG Capital, kaksi suurta private equity –rahastoa, ovat tehneet yhtiöstä tarjouksen toukokuun lopulla. Ostotarjous on 17,5 dollaria osakkeelta eli taalan yli tavoitehintani, joten hyvä niin. Toisaalta kun ottaa huomioon, että lasken varovasti huomioimatta yritysostotilanteiden ylihintoja, niin tarjousta voidaan pitää surkeana. Yhtiön johto on kuitenkin rahastojen puolella eikä ilmeisestikään halua jakaa tulevaa tuottoa meidän sijoittajaparkojen kanssa.

Jakson aikana myin salkkumme veteraaneihin kuuluneen SK Telecomin, joka viihtyi mukana peräti 16 vuosineljännestä. Tulokas Sony ehti olla joukossa vain vajaa kolme kvartaalia, mutta saimme siitä suunnitellun 40%:n arvonnousun.

On erittäin vaikeaa etukäteen arvioida millaisella ajanjaksolla jokin tietty erikoistilanne menee ohi. Paljon riippuu siitä onko yhtiön toimiala, kotimaa tai kokoluokka muodissa ja mikä on tähtien asento verrattuna auringonpilkkuihin. Liikkeen suunnalla, momentilla, on tämän päivän markkinoilla ratkaiseva vaikutus.

Yksi maa ja yritysokoluokka, joka ei todellakaan ole ollut muodissa, mutta johon olen ehkä juuri siksi tuntenut suurta vetoa, on pienet ja keskiuuret yhtiöt Japanissa. Tutkimani yhtiöt näistä ovat olleet hyvin alhaisesti arvostettuja – EV/EBITDA yli viiden on melkein pä harvinaisuus – ja olenkin valinnut niistä kaksi salkkuumme kuluneen neljänneksen aikana. Myös valuutan alhainen arvostus mielestäni nimenomaan lisää japanisijoitusten kiinnostavuutta siitä huolimatta, että maan pieniin ja keskiuuriin yrityksiin pelätään iskevän osakekurssin ja valuutan heikkenemisen negatiivisen kaksoiskierteen – huh, pelkkä ilmaisu saa jo pään pyörälle... :)

Winn-Dixie – aina parane!



Tällä kertaa ajattelin tarkastella lähemmin Winn-Dixie Stores –yhtiötä. Se on ollut Phoenixin salkussa jo edeltäjäni aikana ja teimme siihen taas pikatuttavuutta kevään kuluessa.

Markkinoiden momenttinaan ei tunnu toimivan aina. Winn-Dixie pääsi ulos amerikkalaisesta ”Chapter 11” –velkaneeruksesta vuoden 2006 lopulla. Ostin rahaston osakkeet tammikuun loppupuolella keskihintaan 14 dollaria osakkeelta. Kurssi ei juuri liikahtanutkaan kolmen ensimmäisen velkaneeruksen jälkeisen kuukauden aikana, mutta siitä huolimatta myimme osakkeemme kesään mennessä 30 dollarilla kappale. Kuinkas siinä niin kävi?

Winn-Dixie harjoittaa vähittäiskauppaa joissakin USA:n luoteiskärjen osavaltioissa eli Floridassa ja Georgian, Alabaman, Missourin ja Louisianan eteläosissa. Floridassa se

on toiminut nyky muodossaan jo vuodesta 1925. Yhtiö toimi ensimmäiset 70 vuotta perheyriksenä ja laajentui yli tuhannen myymälän ketjuksi. Sen jälkeen palkattu ulkopuolinen johto sai yhtiön kuitenkin talousvaikeuksiin jo 2000-luvun alkuvuosina. Heikko rahoitusasema ja sekava tuote- ja palveluvalikoima johtivat totisista pelastusyrityksistä huolimatta velkasaneeraukseen vuoden 2005 alussa.

Vuotta aiemmin yhtiöllä oli huomattavat määrät pääomia kiinni liiketoiminnassa ja alhainen varaston kiertonopeus, mikä on myrkyä vähittäiskaupassa. Vaikke kate pysyi kohtalaisena, n. 3% liikevaihdosta, kävi tase niin raskaaksi, että osakkeenomistajille ei jäänyt toiminnasta jaettavaa.

Velkasaneeraus ei pelkästään poistanut velkataakkaa, vaan antoi myös johdolle mahdollisuuden tehostaa tasetta: pienentää varastoja, sulkea vähiten kannattavia myymälöitä ja kirjata käyttöomaisuutta alas oikeampiin arvoihin. Alaskirjauksia tuli yhteensä noin miljardilla dollarilla ja tuloksena huomattavasti kutistettu, mutta velaton yhtiö, joka tuli velkasaneeruksesta markkinoille positiivisella nettokassalla ja 750 miljoonan dollarin markkina-arvolla.

Vuoden 2004 10 miljardin dollarin liikevaihdosta oli 2006 jäljellä 7 miljardia. Siitä on helppoa laskea, että EBITDA:n pitäisi 3%:n marginaalilla olla noin 200 miljoonaa dollaria eli suurin piirtein samalla tasolla kuin ennen saneeraustakin. Mutta erona se, että toisin kuin vuonna 2004 pitäisi poistojen, arvonalennusten ja korkomenojen jälkeen vielä jäädä jotain myös sijoittajien iloksi laskelman viimeiselle riville. Jos EV on alle 700, niin EV/EBITDA jäisi vain 3,5:een, kun se toimialalla keskimäärin on 7,5. Tästä huolimatta päättyi ainoa löytämäni ulkopuolinen osakeanalyysi antamaan osakkeelle myyntisuositukseen!

Kun yhtiö sitten huhtikuun lopussa antoi ensimmäisen puhtaan osavuosikatsauksensa velkasaneerauksen jälkeen, paljastui tilanne markkinoiden yllätykseksi ylläkuvatun kaltaiseksi. Osakkeen arvo nousi viikossa ostovaiheessa asettamaamme tavoitehintaan.

Kuten todettu, erikoistilanteiden aikataulun arviointi on vaikeaa – ja yllätykset voivat olla myös iloisia. Salkunhoitajana sain henkistä tyydytystä sen lisäksi myös mainitun analyysin tehneen investointipankin päätöksestä luopua Winn-Dixietä koskevasta osakeanalyysistä...

Otan jälleen mielelläni kysymyksiä ja kommentteja alla olevaan sähköpostiosoitteeseen, vaikka vastausnopeutta voikin vaivata lievä hellehitaus. Iloista kesää kaikille!



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

JOUKOSSA TIETO TIIVISTYY

Juurtuneiden käsitysten uudelleenarviointi on aina hauskaa. Vanha sanonta ”joukossa tyhmyys tiivistyy” pitää varmasti ainakin osin paikkansa siinä merkityksessä kuin se on syntynytkin: fanaattiset ääriaineekset saattavat saada vallan ryhmän käyttäytymisestä ja keskinäinen kilvoittelu johtaa toinen toistaan typerämpiin tekosiin, joihin monikaan ryhmän jäsenistä ei omin päin ryhtyisi. Viime vuosina on kuitenkin opittu uudella tavalla arvostamaan myös joukkojen viisautta.

Internetin suosituimman hakupalvelun Googlen käyttämä menetelmä hyvien linkkien löytämiseksi perustuu joukkojen tietoon: mitä useampi Internetissä tekee sivuilleen linkin johonkin tietty sivuun, sitä tärkeämmäksi Google sen uskoo. Tämä yksinkertainen menetelmä hakutulosten oleellisuuden seulomiseksi toimii ainakin toistaiseksi paremmin kuin monimutkaiset matemaattis-lingvistiset relevanssianalyysit.

Asiaa on tietenkin myös tutkittu. Englantilainen tiedemies Francis Galton näki vuonna 1906 markkinoilla kilpailun ison härän painon arvioimiseksi. Häntä kiinnosti tietää, kuinka kauaksi oikeasta kilpailun 787 osallistujaa eksyivät, koska kyseessä oli enimmäkseen tavallista markkinakansaa eikä suinkaan karjakaupan ammattilaisia. Kilpailun jälkeen Galton lainasi järjestäjiltä osallistuneiden arviolippuja ja teki niistä tilastollisen analyysin – ja hämmästy! Markkinaväen arvion keskiarvo oli 1197 paunaa ja kun härkä punnittiin, se painoi 1198 paunaa. Galton teki asiasta poliittisen johtopäätöksen: ”Tulokset antavat demokratialle enemmän uskottavuutta kuin olisi ehkä voinut olettaakaan.”

Columbian Business Schoolissa USA:ssa on tilastoitu yli 10 vuoden ajalta tuloksia kokeista, joissa osallistujia pyydettiin arvioimaan lasiastian sisältämien hedelmäkaramellien lukumäärää. Kaksi tulosta nousee esille: 1) useiden osallistujien tekemien arvioiden keskiarvot ovat yllättävän tarkkoja 2) juuri kukaan ei arvaa keskiarvoa paremmin. Vuoden 2007 kokeeseen Columbiassa osallistui 73 opiskelijaa, joiden vastausten keskiarvo oli 1151 hedelmäkaramellia, kun oikea luku oli 1116. Ainoastaan kaksi yksittäistä arvioijaa osui lähemmäksi.

Joukkojen viisautta voi soveltaa myös sijoittamiseen. Markkinahinnoissa heijastuu suuren sijoittajajoukon näkemys osakkeiden ja muiden sijoitusinstrumenttien oikeasta hintatasosta. Indeksirahaston avulla joukkojen arviovoiman saa tehokkaasti myös oman sijoitussalkkunsaa hoitajaksi.



Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

Kirjallisuutta aiheesta:

James Surowiecki: The Wisdom of Crowds (2004)

Scott E Page: The Difference (2007)

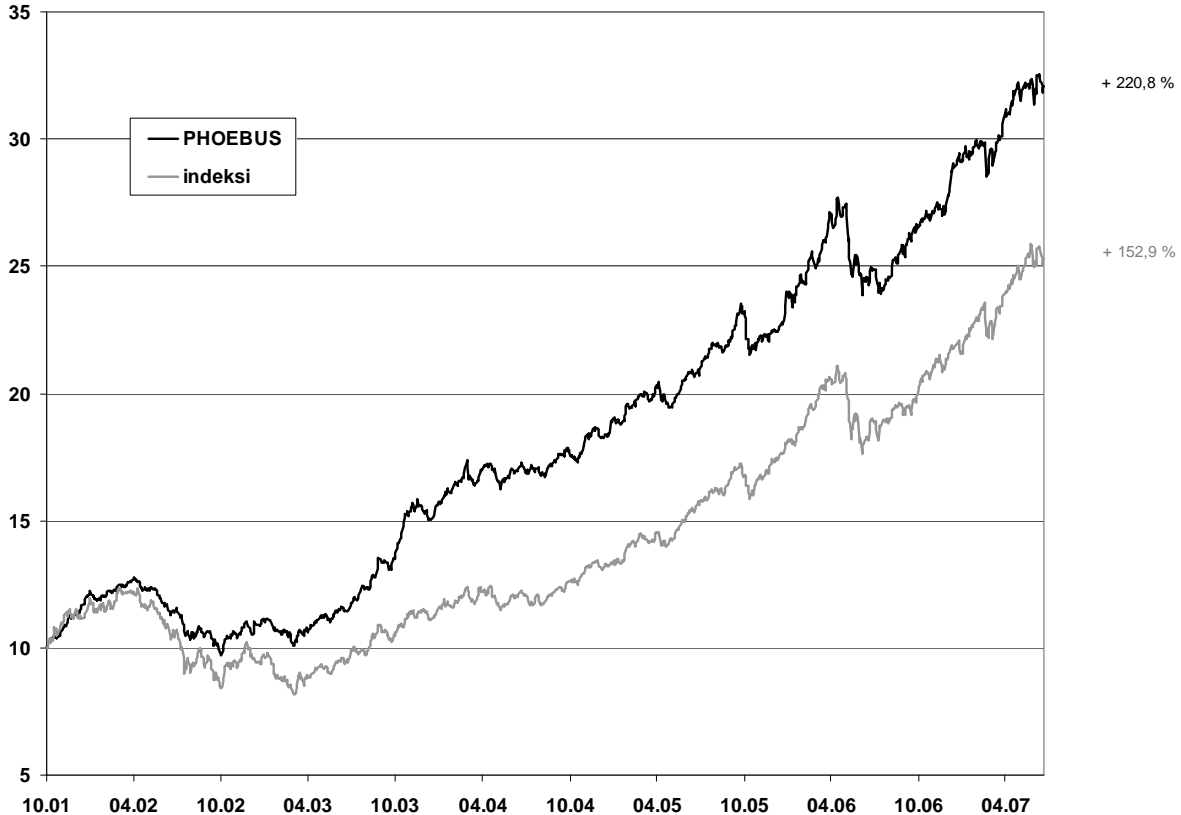
Hyvä artikkeli vapaasti Internetissä:

www.leggmason.com/funds/knowledge/mauboussin/ExplainingWisdom.pdf

Phoebus ja vertailuindeksi

Euro

10.10.2001 - 30.6.2007



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	24,3
Vertailuindeksi	75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	0% (1%, jos sijoitusaika alle 12 kk)
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,77 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,85 %
Salkun kiertonopeus	44,49 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,03 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	16,88 %

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,6 %	10,9 %	7,9 %	10,4 %
Vuoden alusta	10,0 %	10,8 %	15,2 %	11,6 %
1 v	29,1 %	10,0 %	33,9 %	10,7 %
3 v	86,2 %	10,3 %	106,5 %	10,6 %
5 v	182,1 %	10,8 %	138,5 %	13,0 %
Aloituspäivästä	220,8 %	10,6 %	152,9 %	15,0 %
Aloituspäivästä p.a.	22,6 %		17,6 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	9,8 %
EXEL OYJ	Suomi	9,0 %
VACON OYJ	Suomi	7,9 %
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	6,0 %
AIR LIQUIDE	Ranska	5,1 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	5,1 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,6 %
VAISALA A	Suomi	4,4 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,3 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	4,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Kesäkuun hienoisesta korjauksesta huolimatta vuoden toinen neljännes oli edelleen osakemarkkinoilla poikkeuksellisen hyvää aikaa. Phoebuksen vertailuindeksi nousi 7,9%. Phoebus kehittyi hieman tätä huonommin: rahaston arvo nousi 6,6%.

Vuoden alusta Phoebus on tuottanut 10,0% vertailuindeksimme tuottaessa 15,2%. Alusta lukien rahaston arvo on noussut 220,8% sen vertailuindeksin noustessa 152,9%.

Olen monesti sanonut, että Phoebuksen riski on keskimääräistä pienempi, joten rahasto jää todennäköisesti voimakkaasti nousevien markkinoiden kehityksestä jälkeen. Näin on viimeisen kolmen neljänneksen aikana käynyt. En kuitenkaan pidä sitä kovin oleellisena.

Phoebuksen markkinoita hieman pienempi riski johtuu ennen kaikkea siitä, että yhtiömme ovat keskimääräistä vakavaraisempia eli niiden rahoituksellinen riski on pieni. Myös niiden liiketoiminnalliset riskit ovat enimmäkseen keskiarvoa alempia (koska kannattavuus on kilpailijoita parempi). Tällaisia yhtiöitä on mielestäni poikkeuksellisen mukavaa omistaa, vaikka niiden spekulatiivinen kehitys harvoin onkaan kovin hyvä nousevilla markkinoilla.

Kuvaavaa on, että Phoebuksen 69 kuukautta kestäneen historian aikana osakemarkkinat ovat laskeneet 23 kuukautena - ja näistä 19 kuukautena Phoebus on pärjännyt markkinoita paremmin! Vastaavasti 46 nousukuukauden aikana Phoebus on pärjännyt markkinoita paremmin 22 kertaa ja huonommin 24 kertaa.

Huomatkaa silti, että sanoin Phoebuksen riskin olevan *hieman* markkinoiden riskiä pienempi. Sana ”hieman” on tässä oleellinen. Markkinoiden laskiessa voimakkaasti laskevat lähes kaikkien osakkeiden hinnat - ainakin aluksi. Jyvät seuloutuvat akanoista vasta piiiiiitkällä aikavälillä (enkä nyt puhu vuodesta tai edes viidestä vuodesta).

Pyrin toki nimenomaan pitkällä aikavälillä markkinoita parempaan tuottoon, mutta ei ole mitään takeita, että siinä onnistuisin. Päinvastoin, kertoimet ovat meitä vastaan, lähinnä rahaston hallinnointipalkkiosta johtuen.

Myynnit ja ostot

Kirjoitin viimeksi: ”Myyntien ja kevään suurten osinkojen jälkeen kassamme on hieman turhan suuri, maaliskuun lopussa 15,3% rahaston arvosta. Olen jo hieman nostanut omistustamme joissakin vanhoista yhtiöstämme, lähinnä USA:ssa, ja tulen sitä hiljalleen jatkamaan.”

Näin olen tehnyt. Neljänneksen aikana ostin lisää vanhoja omistuksiamme reilulla kolmella prosentilla rahaston arvosta.

Amerikkalaiset yhtiömme edustivat ostoista 65%. Niiden hinnat ovat dollarin laskusta huolimatta viime kuukausina nousseet hieman nopeammin kuin muiden osakkeidemme, mutta ne ovat mielestäni edelleen suhteellisesti paljon halvempia kuin suomalaiset yhtiömme. Jatkanemme siis lähiaikoina samaan tapaan, onhan kassamme edelleenkin turhan suuri (12% rahaston arvosta).

Ilokseni voin todeta, että pitkästä aikaa yksikään salkku-yhtiöstämme ei ole neljänneksen aikana muuttunut. Kaupankäynti maksaa aina, joten turhia kauppoja on syytä välttää.

Verotuksesta

Verotus on tylsimpiä aiheita, joita tiedän – enkä tarkoita nyt pelkästään siihen liittyvää varallisuuden vähenemistä. Sijoittajalle sen merkitys on silti keskeinen: säästetty euro on ansaittu euro. Minulta kysytään usein rahaston veroeduista ja –haitoista verrattuna suoriin sijoituksiin (”Eikö osinko- ja myyntivoittoverojen välttäminen ole rahastolle merkittävä etu?”), joten päätin käydä ne tässä kerran tarkemmin läpi.

Jos vertaa Phoebuksen rahasto-osuudenomistajien tilannetta sijoittajaan, joka on sijoittanut suoraan samoihin osakkeisiin, niin eroja tulee etenkin kolmea kautta. Nämä ovat 1) Phoebuksen kulut, 2) osinkoverot ja 3) myyntivoittoverot. Tarkastelen tässä eri komponentteja olettaen, että verotus olisi vuodesta 2001 ollut nykyisen kaltainen (jotta tuloksia voisi käyttää tulevaisuutta arvioidessaan).

Phoebus on vajaassa kuudessa vuodessa, eli 10.10.2001 – 30.6.2007, tuottanut 220,8% ja sen vertailuindeksi 152,9%. Yksityissijoittaja, joka lokakuussa 2001 osti Phoebusta ja myy osuutensa tänään on siis verojen (28%) jälkeen tienannut 159% eli 18,1% vuodessa. Vastaavasti indeksin tuotto verojen jälkeen on ollut 110% eli 13,8% vuodessa.

Suora sijoittaja säästää Phoebuksen hallinnointipalkkiot, mutta ei kaupankäyntikuluja. Jakson aikana tämä olisi nostanut hänen nettotuotonsa 176%:iin (19,4% vuodessa).

Osinkojen verotus on suoralle sijoittajalle edullinen, koska 30% listatun yhtiön osingoista on verovapaata tuloa ja koska hän voi vähentää kotimaan verotuksessa ulkomaisista osingoista pidätetyt lähdeverot. Rahaston etu on vain siinä, että verotus lykkääntyy kunnes osuudet myydään. Phoebuksen aikana osinkovaikutus (nykyverotuksin) olisi laskujeni mukaan nostanut suoran sijoittajan nettotuoton 177%:iin (19,5% vuodessa).

Myyntivoittojen verotus lykkääntyy myös rahastossa kunnes osuudet myydään. Lopullisissa verokannoissa ei ole eroa. Suoran sijoittajan matkan varrella maksamat verot laskisivat laskujeni mukaan hänen tuotonsa 165%:iin (18,6% vuodessa).

Suora sijoittaja olisi näin ollen kaiken kaikkiaan kuudessa vuodessa tienannut noin 0,5% vuodessa rahastosijoittajaa enemmän. Rahaston veroedut kattoivat laskujeni mukaan tällä jaksolla kaksi kolmasosaa sen perimistä hallinnointipalkkioista.

On syytä huomata, että mitä pidemmäksi tarkastelun aikaväli muuttuu, sitä suurempi arvo on rahaston verolykkäyksillä – varsinkin jos kymmenen omistusvuoden jälkeinen hankintameno-olettama säilyy suomalaisessa verojärjestelmässä. On myös syytä huomata, että käyn paljon vähemmän kauppaa kuin useimmat sijoittajat, joten aktiivisemmalla sijoittajalla on rahastostaan suurempi verohyöty kuin Phoebuksen omistajilla.

Suoralla sijoittajalla voi myös olla rahastoa korkeampia kuluja esimerkiksi kaupankäynnistä ja osinkojen uudelleen sijoittamisesta. Niitä en ole tässä huomioinut.

Lopputulos on mielestäni kaikesta huolimatta selvä: rahastoon ei pidä sijoittaa ainoastaan verotuksen tähden (varsinkaan ei kalliiseen ulkomaille sijoittavaan rahastoon). Verotus on kuitenkin melko neutraalia nyt kun *avoir fiscal* on poistettu. Siten ainakaan veronäkökulmasta ei enää pitäisi olla syytä suosia suoria sijoituksia rahastojen sijaan.

Tylsä aihe ja tylsäkö lopputulos? Mutta ajattelemisen arvoisia asioita.



Anders Oldenburg, salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

PHOEBUS-YHTIÖISTÄ



Esittelin Securitaksen viimeksi vuosi sitten, katsauksessamme 2/2006. Nykyisin omistamamme

Securitas Systems ei kuitenkaan ole sama yhtiö, vaan entinen Securitaksen tytäryhtiö, joka jaettiin osakkeenomistajille viime syksynä. Päätin silloin vaihtaa Securitaksen osakkeemme Systemsin osakkeiksi ennen muuta siksi, että Securitaksen toimitusjohtaja erosi ja seuraaja haettiin ulkoa. Systemsin toimitusjohtaja Juan Vallejo on sen sijaan ollut yhtiössä jo 17 vuotta, joista 4 toimitusjohtajana.

Securitas Systems on maailman johtavia turvallisuuslaitteiden järjestelmäintegraattoreita, vaikka sen markkinaosuus onkin vielä erittäin pieni (4% Euroopassa ja 1% USA:ssa). Yhtiö suunnittelee, asentaa, huoltaa ja valvoo asiakkaidensa turvalaitteita, mutta ei itse valmista niitä. Toisin kuin ehkä voisi luulla, tuotteiden osuus yhtiön myynnistä on vain 20-25%, eli se on palvelutalo. Suunnittelu ja asennus tuovat 60% myynnistä, jatkuva jälkihoito 40%.

Noin 25 miljardin euron markkinat, joilla Systems toimii, edustavat vajaat 40% turvallisuusalan kokonaismarkkinoista ja kasvavat keskimääräistä nopeammin, koska fyysinen vartiointi korvataan hiljalleen elektronisella vartioinnilla.

Systems arvioi alansa kasvuksi 6-8% vuodessa ja on asettanut oman kasvutavoitteen yli 10% vuosivauhtiin, josta osa tulee toteutumaan yritysostoin. Myös orgaaninen kasvu on hyvää, viime vuonna 9% ja alkuvuonna kokonaiset 13%.

Kasvuyhtiöksi Securitas Systems ei ole kovin kallis. Viimeisen 12 kuukauden tulos per osake on ollut 1,10 kruunua, johon suhteutettuna nykykurssi (23,10) antaa P/E-luvuksi 21x. Kun tämän vielä korjaa velkaantumisella, yhtiön "velaton P/E" on 22x. Ei aivan halpa, mutta ei myöskään järjettömän korkea kunhan yhtiön kasvutavoitteet toteutuvat.

Vertailun vuoksi: amerikkalainen UTC osti keväällä Rentokil Inital Securityn, joka on Systemsin pääkilpailijoita vähittäiskaupan turvajärjestelmissä USA:ssa ja Iso-Britanniassa. Arvostus oli noin 600 miljoonaa puntia eli noin 85% Systemsin nykyisestä bruttoarvosta, vaikka Rentokilin toiminta oli vain 60% Systemsistä. Suhteessa Rentokilin tulokseen kauppahinta toki vastaa melko tarkkaan Systemsin nykykurssia.

Osakemarkkinat pettyivät, koska olivat odottaneet Systemsin ostavan Rentokilin toiminnot. Itse olen tyytyväinen siihen, että Juan Vallejo ei tuhlanut rahojamme kalliiseen kauppaan. En tarkoita, etteikö Systems saisi tehdä yritysostoja – se tulee tekemään niitä paljon – vaan ainoastaan, että yritysostoissa jos missään maltti on valttia. Siksi on hauska nähdä, että varainhoitajamme ei lähde tekemään tyhmyyksiä vain tehdäkseen "edes jotain". Tai vain tehdäkseen analytikot vähäksi aikaa tyytyväisiksi.


Broadridge™

 Salkkumme tuorein yhtiö
 Broadridge Financial Solutions

on pienin sijoituksemme - enkä minä ole sitä edes meille ostanut. Saimme sen osinkona Automatic Data Processingilta, jonka tytäryhtiö se aiemmin oli.

Broadridge on maailman suurimpia rahoitusalan ulkoistuspalveluja tarjoavia yhtiöitä. Sen erikoistumisalueet ovat ulkoistettu sijoittajaviestintä - kuten yhtiöiden ja sijoitusrahastojen lähettämät yhtiökokousvaltakirjapyyntö - sekä arvopaperikauppojen ulkoistettu prosessointi ja selvitys.

Sijoittajaviestintä, jossa Broadridgen globaali markkinaosuus on 30-40%, edustaa yli kahta kolmasosaa yhtiön tuotoista. Viime vuonna se lähetti yli miljardi sijoittajakirjettä. Arvopaperikauppojen prosessoinnissa sen markkinaosuus on vielä pieni (4-5%), vaikka se prosessoi viime vuonna päivittäin yli 2000 miljardin dollarin edestä korkokauppoja useimmille USA:n suurimmista pankkiriilikeistä.

Pidän ADP:stä, koska sen johto on kokenut ja pitkäjänteinen (ja seuraajat nousevat talon sisältä) ja koska liiketoiminta on pitkälti toistuvaa. Ulkoistusasiakkaita ei juuri menetä, ellei heidän palvelemisessaan varsinaisesta möhliä, koska ulkoitusjärjestelyjen muutokset johtavat usein kalleisiin muutoksiin asiakkaan sisäisissä prosesseissa. Sama hyvä yrityskulttuuri ja sama liiketoiminnan toistuvuus pätevät ymmärtääkseni Broadridgeen. Toimitusjohtaja Richard Daly on ollut talossa jo 18 vuotta, johtoryhmä keskimäärin 14 vuotta.

Spinoffin seurauksena Broadridge sai uusia kuluja ja lisää velkaa ja on lisäksi tänä vuonna menettänyt pari tärkeää asiakasta, joten nykytulot ei ole kestävä. Yhtiön pitäisi kuitenkin ensi vuonna pystyä tekemään tulosta 1,20-1,30 dollaria per osake, joten nykykurssilla (USD19,12) sen P/E-luku on 15-16x. Tämä vaikuttaa halvalta suhteessa ADP:n P/E-lukuun 26,5x mutta ero selittyy osin velkaantuneisuudella. Broadridgen velaton P/E on 18x, ADP:n on 24x.

Pidän ADP:tä näistä kahdesta selvästi parempana yhtiönä, mutta en tiedä onko Broadridge aivan niin huono kuin sen arvostus osoittaisi. Spinoffien yhteydessä irtoavia pikku-firmoja ei useinkaan seurata kovin ahkerasti ja monet sijoittajat myyvät ne melko automaattisesti. Olen siksi päättänyt pitämään Broadridgen osakkeet salkussa toistaiseksi, kunnes opin tuntemaan yhtiön nykyistä paremmin. Siinä vaiheessa minun on joko ostettava lisää tai myytävä ne - nykyisjoituksemme, joka edustaa 0,24% rahaston arvosta, on lähes merkityksetön.

RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ

Volatiliteetti / standardipoikkeama

Riskimittari, joka kuvaa rahaston arvon heilahtelua. Tunnusluku lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona. Luku ilmoitetaan prosentteina vuodessa.

Indeksi-poikkeama (tracking error / aktiivinen riski)

Indeksi-poikkeama mittaa sitä kuinka tarkasti rahaston tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Suuri luku merkitsee sitä, että rahaston tuotto suhteessa vertailuindeksiin tuottoon on vaihdellut voimakkaasti. Pieni aktiivinen riski taas tarkoittaa, että rahaston tuotto lähes seuraa vertailuindeksin tuottoa. Tunnusluku lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona.

Salkun kiertonopeus

Rahaston arvopapereiden vaihtuvuus tietyllä ajanjaksolla. Luku lasketaan vähentämällä tehtyjen ostojen ja myyntien yhteissummasta merkintöiden ja lunastusten yhteissumma (summa1). Salkun kiertonopeus on saadun luvun (summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kiertonopeus 100% tarkoittaa, että tarkastelujakson aktiiviteilla rahaston arvopaperit ovat keskimäärin vaihtuneet vuositason kerran.

Negatiivinen kiertonopeus tarkoittaa, että salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyyymi on ollut pienempi kuin merkintöiden ja lunastusten.

Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloitettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna *keskimääräisestä* pääomasta edeltävällä 12 kk:lla. **Huom!** Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaan kaupankäyntikulut tulisi laskea jakamalla euromääräinen kulu edeltävän 12 kk:n *korkeimmalla* rahastopääomalla. Tämä laskentatapa tuottaa kuitenkin mielestämme harhaanjohtavan alhaisen tuloksen ja käytämme sitä vain niissä rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi-raporteissa, joita Sijoitusrahastoyhdistyksen suositus koskee.

Total expense ratio / TER

Kertoo rahaston perimien kulujen osuuden prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Luku sisältää rahaston pääomasta veloitettavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä mahdollisen tuottosidonnaisen palkkion. TER -luku *ei sisällä* esim. kaupankäyntikulua, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen osalta TER sisältää myös kohderahastojen kulut.

Jos rahastolla on *tuottosidonnainen palkkio*, lasketaan sen arvo alkaen edeltävästä vuodenvaihteesta kunkin rahaston sääntöjen mukaan.

Kokonaiskulut / TKA

Kaikki rahastopääomasta veloitettavat kulut (TER + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. TKA ei sisällä rahaston maksettavaksi koituvien lähdeverojen kustannuksia.

Välityspalkkiot lähipiirille

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujaksolla maksamista välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan kirjanpidolliseen konsolidointiryhmään kuuluvalla sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle.

Korkoriski (duraatio)

Duraatio ilmaisee korkosijoituksen korkoriskin yhtenä lukuna. Korkoriski on käytännössä sijoituksen markkina-arvon herkkyys korkotason muutokselle. Matemaattisesti duraatio lasketaan joukkolainan kassavirtojen (vuotuiset kupongit ja lainan pääoman takaisinmaksu erääntymisessä) pituuksien pääomilla painotettuna keskiarvona ja ilmaistaan vuosina. Kun korkotaso muuttuu (+/-) x % muuttuu joukkolainan arvo (-/+) duraatio * x %.

Sharpen luku

Alan käytännöstä poiketen *emme julkaise* tässä katsauksessa Sharpen lukuja, koska se ei käsittäksemme tuo mitään olennaista informaatiota indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksi-poikkeaman (tracking error) lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaisesti rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi-raporteissa.

KORKOJA KOREILEMATTA

Korkosijoitusten rooli sijoittajan salkussa on usein tasa-painottava: haetaan vakautta osakemarkkinoiden heilah-telujen vastapainoksi. Koroilla voi myös varautua yllättäviin menoihin, joita saattaa tulla eteen etenkin silloin, kun osakesalkun arvo on talouden syklien vuoksi alimmillaan.

Koroilla saavutettu vakaus ei kuitenkaan ole ilmaista. Osakkeiden pitkän tähtäimen tuotto-odotus on selvästi korkoja korkeampi eli sijoittaja ”maksaa” vähentyneestä riskistä pienemmän tuottopotentialin kautta.

Korkosijoituksiin liittyy kaksi pääasiallista ulottuvuutta: velkakirjojen pituus ja velan ottajan maksukyvyyn luotet-tavuus. Yleisesti sääntönä, josta tosin on monia poikkeuksia, voidaan pitää sitä, että korko on sitä korkeampi mitä pidempi on laina-aika. Ja mitä suurempi oletettu riski maksuhäiriöistä, sitä korkeammalle lainan korko yleensä nousee.

Seligson & Co:n korkotuotteilla on helppo säädellä näitä perusulottuvuuksia. Rahamarkkinarahasto AAA on varmin käteiskassa tai väliaikaisparkki: sen sisältämät velkakirjat ovat lyhyitä ja vain erittäin varmoilta lainantajilta. Euro-obligaatioindeksirahasto sijoittaa yhtä maksukykyisten lainantajien pidempiin velkakirjoihin ja Euro Corporate Bondin kautta mukaan saa myös yritysainapuolet.

Kukin näistä tuotteista seuraa tiukasti määriteltyä sijoitus-poliikkaansa. Siten niitä yhdistelemällä on helppo luotet-tavasti rakentaa juuri sellainen korkosalkku kuin haluaa. Sitä paitsi erittäin alhaisin kustannuksin!

Markkinoilta löytyy monia eri tavoin paketoituja ja rahaston ottamalla velalla vivutettuja korkoratkaisuja. Näistä onnek-kaimpien menneet tuottoluvut ovat huimia, mutta riskipitoiset strategiat saattavat tuottaa myös ikäviä yllätyksiä (ks. s. 4).

Monille sijoittajille on selkeintä ja järkevintä ottaa lisää riskiä suoraan osakkeilla, viritettyjen ja vivutettujen korko-rakennelmien asemesta. Jos lisäriskiä oikeasti haluaa, voi korkoalokaation jättää hieman alhaisemmaksi, mutta toteut-taa sen mahdollisimman varmojen välinein. Riskinoton pitkän ajan tuotto-odotus on kuitenkin osakepuolella parempi.

Joitakin sijoittajia kiinnostavat monimutkaiset korkotuotteet siksi, että esimerkiksi oman organisaation vakavaraisuus-säännökset estävät osakealokaation lisäämisen. Jos lopputulos on kuitenkin kalliimpi ja hankalampi ymmärtää kuin yksinkertaisen välinein tehty selkeä jako, lienee syytä miettiä ovatko säännökset sellaiset kuin niiden todella pitäisi.

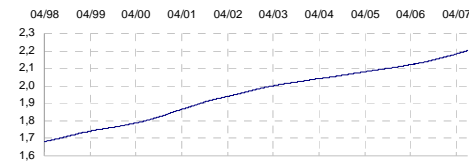
Niille, jotka voivat vapaasti päättää sijoitusstrategiaastaan, on helppo suositella varman pitämistä varmana ja osakeriskin ottamista nimenomaan osakkeilla. Yksinkertainen kun on tehokasta!



Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

RAHAMARKKINARAHASTO AAA
30.6.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	122,5
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 %
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,9 %	0,1 %	1,0 %	0,2 %
Vuoden alusta	1,7 %	0,1 %	1,9 %	0,2 %
1 v	3,2 %	0,1 %	3,6 %	0,2 %
3 v	7,4 %	0,1 %	8,4 %	0,1 %
5 v	12,6 %	0,1 %	14,4 %	0,2 %
Aloituspäivästä	30,9 %	0,1 %	34,8 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	3,0 %		3,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,21 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,22 %
Salkun kiertonopeus	93,11 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,26
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,11 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	1,40 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

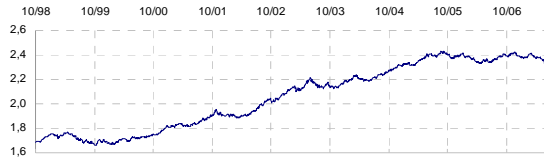
	Maa	Osuus rahastosta
Sijoitustodistus Depha Bank Plc 13.08.2007	Irlanti	8,1 %
Määräaikainen talletus Nordea 03.09.2007	Suomi	6,6 %
Määräaikainen talletus SEB 07.09.2007	Suomi	6,6 %
Määräaikainen talletus Sampo 15.11.2007	Suomi	5,7 %
Sijoitustodistus Sampo 14.08.2007	Suomi	5,7 %
Sijoitustodistus SHB 04.10.2007	Suomi	5,7 %
Sijoitustodistus OKO 03.09.2007	Suomi	4,9 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 22.01.2008	Suomi	4,8 %
Valtion obligaatio 5.00% 04.07.2007	Suomi	4,6 %
Määräaikainen talletus Handelsbanken 31.07.2007	Suomi	4,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO

30.6.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	29,8
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,3 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,1 %	3,0 %	-1,8 %	2,6 %
Vuoden alusta	-2,0 %	2,9 %	-1,7 %	2,4 %
1 v	0,2 %	2,9 %	0,8 %	0,8 %
3 v	6,5 %	2,8 %	8,7 %	2,8 %
5 v	20,6 %	3,3 %	23,5 %	3,4 %
Aloituspäivästä	39,2 %	3,4 %	44,2 %	3,3 %
Aloituspäivästä p.a.	3,9 %		4,3 %	

* Vertailuindeksiä vaihdettu rahaston historian aikana.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,31 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,36 %
Salkun kiertonopeus	27,39 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,9
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	1,24 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

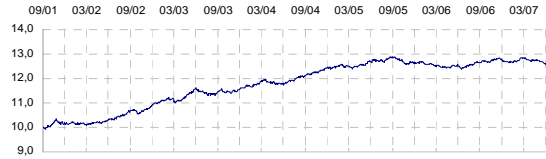
	Maa	Osuus rahastosta
Italian valtion obligaatio 4,25% 1.8.2014	Italia	16,4 %
Saksan valtion obligaatio 3,50% 4.1.2016	Saksa	12,4 %
Suomen valtion obligaatio 4,25% 4.7.2015	Suomi	11,5 %
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.9.2017	Suomi	9,5 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.7.2020	Itävalta	9,3 %
Suomen valtion obligaatio 5,75% 23.2.2011	Suomi	8,7 %
Suomen valtion obligatio 5,375% 4.7.2013	Suomi	7,0 %
Hollannin valtion obligaatio 3,75% 15.7.2014	Hollanti	4,8 %
Suomen valtion obligaatio 2,75% 15.9.2010	Suomi	4,8 %
Saksan valtion obligaatio 5,00% 4.7.2011	Saksa	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

30.6.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	11,0
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,2 %	2,1 %	-1,1 %	2,0 %
Vuoden alusta	-0,5 %	2,2 %	-0,1 %	1,8 %
1 v	1,7 %	2,3 %	2,5 %	2,0 %
3 v	6,8 %	2,3 %	9,9 %	2,3 %
5 v	22,2 %	2,8 %	29,3 %	2,7 %
Aloituspäivästä	26,3 %	2,8 %	33,1 %	2,7 %
Aloituspäivästä p.a.	4,1 %		5,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,36 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,10 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,46 %
Salkun kiertonopeus	55,63 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 3 %, AA 14 %, A 41 %, BBB 42 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,6
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	1,15 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	0,02 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

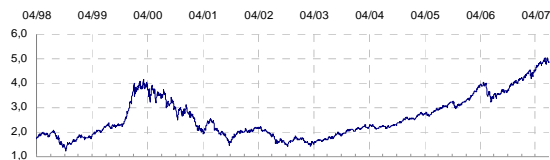
	Maa	Osuus rahastosta
Bayer AG JVK 6,00% 10.04.2012	Saksa	4,8 %
UPM-Kymmene JVK 6,125% 23.01.2012	Suomi	4,7 %
Siemens Finance JVK 5,75% 04.07.2011	Saksa	4,7 %
Gas Natural Finance JVK 6,125 % 10.02.2010	Espanja	4,7 %
GIE SUEZ ALLIANCE JVK 5,125 % 24.06.2015	Ranska	4,6 %
Telefonica Europe BV JVK 5,125 % 14.02.2013	Alankomaat	4,6 %
Iberdrola Intl JVK 4,875% 18.02.2013	Alankomaat	4,5 %
Electricite De France JVK 4,625 % 06.11.2013	Ranska	4,5 %
RWE Finance Bv JVK 4,625 % 23.07.2014	Saksa	4,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SELIGSON & CO SUOMI -INDEKSIRAHASTO

30.6.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomi -indeksirahasto seuraa Helsingin pörssin Benchmark -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	29,9
Vertailuindeksi	OMX Helsinki Benchmark Cap_GI
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,6 %	15,2 %	7,8 %	15,2 %
Vuoden alusta	15,9 %	16,2 %	16,3 %	16,2 %
1 v	38,3 %	14,1 %	39,2 %	14,1 %
3 v	116,2 %	13,8 %	112,4 %	13,7 %
5 v	163,5 %	17,2 %	142,6 %	17,2 %
Aloituspäivästä	187,4 %	25,0 %	138,3 %	25,3 %
Aloituspäivästä p.a.	12,1 %		9,8 %	

* Huom! Hintaindeksi (OMX Helsinki 25 -osakeindeksi) 30.6.2005 asti. 1.7.2005 lähtien Helsinki Benchmark Cap -tuottoindeksi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,58 %
Salkun kiertonopeus	17,45 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,23 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	0,23 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

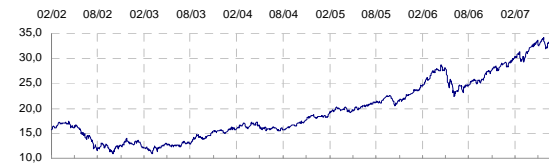
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	9,3 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	8,1 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	7,9 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	7,5 %
FORTUM OYJ	Suomi	4,6 %
METSO OYJ	Suomi	4,4 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	3,7 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	3,6 %
RAUTARUUKKI OYJ	Suomi	3,2 %
NESTE OIL OYJ	Suomi	2,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

OMXH25 -INDEKSIOUSRAHASTO

30.6.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



OMXH25 -indeksiosuusrahasto seuraa OMXH25 -osakeindeksiä. Indeksiosuus on noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjän kautta Helsingin pörssissä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	160,8
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11 - 0,23 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,4 %	14,1 %	5,6 %	13,3 %
Vuoden alusta	11,7 %	15,4 %	11,6 %	15,0 %
1 v	33,1 %	14,4 %	33,1 %	14,3 %
3 v	99,8 %	14,1 %	99,8 %	14,1 %
5 v	124,8 %	17,2 %	124,9 %	17,1 %
Aloituspäivästä	107,3 %	17,2 %	107,4 %	17,1 %
Aloituspäivästä p.a.	14,5 %		14,5 %	

* Huom! Hintaindeksi. ** OMXH25-indeksiosuusrahaston tuottoluvuissa ei ole otettu huomioon rahastosta maksettua tuotto-osuutta. Tuotto-osuoskorjattu luku julkaistaan Internetissä www.seligson.fi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,20 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,24 %
Salkun kiertonopeus	18,03 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,25 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

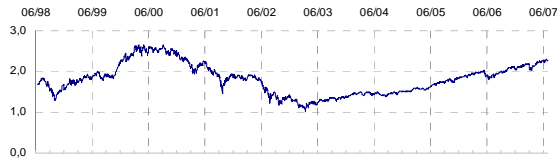
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	10,9 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,5 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,1 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,0 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	7,5 %
METSO OYJ	Suomi	5,2 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,3 %
KONE OYJ-B	Suomi	4,2 %
RAUTARUUKKI OYJ	Suomi	3,8 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO

30.6.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa Dow Jones STOXX 50 eurooppalaisten osakkeiden indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	48,7
Vertailuindeksi	DJ STOXX 50 NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,8 %	11,5 %	6,9 %	11,5 %
Vuoden alusta	7,4 %	12,9 %	7,7 %	12,9 %
1 v	19,1 %	11,4 %	19,6 %	11,5 %
3 v	54,4 %	11,4 %	57,3 %	11,5 %
5 v	44,7 %	19,5 %	49,7 %	19,6 %
Aloituspäivästä	34,8 %	22,0 %	48,1 %	22,3 %
Aloituspäivästä p.a.	3,4 %		4,4 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,59 %
Salkun kiertonopeus	12,50 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,18 %
Lähipiirin omistussuus (30.6.2007)	0,40 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

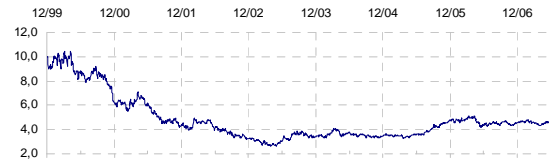
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BP PLC	Iso-Britannia	4,9 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	4,5 %
TOTAL FINA ELF SA	Ranska	3,9 %
VODAFONE GROUP PLC	Iso-Britannia	3,7 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	3,3 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,2 %
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	Iso-Britannia	3,2 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	3,0 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	2,6 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SELIGSON & CO JAPANI -INDEKSIRAHASTO

30.6.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa japanilaista TOPIX Core 30™ -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	32,8
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,3 %	13,0 %	-1,1 %	13,1 %
Vuoden alusta	-1,3 %	13,3 %	-1,0 %	13,3 %
1 v	0,2 %	14,8 %	0,9 %	14,9 %
3 v	18,0 %	16,3 %	21,1 %	16,4 %
5 v	7,9 %	20,8 %	15,9 %	21,1 %
Aloituspäivästä	-55,0 %	23,9 %	-53,1 %	25,0 %
Aloituspäivästä p.a.	-10,1 %		-9,6 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

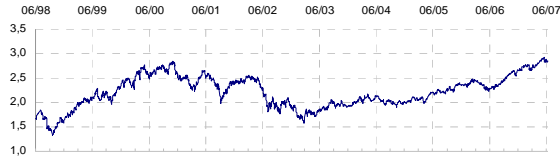
Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,14 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,65 %
Salkun kiertonopeus	24,43 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,49 %
Lähipiirin omistussuus (30.6.2007)	0,21 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	12,2 %
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	8,6 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	6,2 %
CANON INC	Japani	5,6 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	5,5 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,2 %
SONY CORP	Japani	4,1 %
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	Japani	3,8 %
MATSUSHITA ELECTRIC INDUST	Japani	3,1 %
NIPPON STEEL CORP	Japani	3,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS
 30.6.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)


Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	33,8
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,0 %	7,9 %	2,5 %	7,1 %
Vuoden alusta	6,9 %	9,3 %	4,6 %	8,7 %
1 v	23,8 %	9,8 %	17,6 %	9,1 %
3 v	33,6 %	10,7 %	29,1 %	10,3 %
5 v	32,4 %	16,0 %	24,2 %	14,2 %
Aloituspäivästä	69,7 %	18,4 %	27,1 %	15,8 %
Aloituspäivästä p.a.	6,0 %		2,7 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

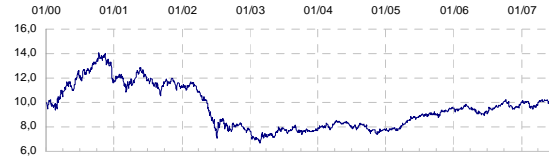
Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,66 %
Salkun kiertonopeus	20,58 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,37 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	0,88 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	7,2 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,9 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,8 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	6,2 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	6,1 %
NINTENDO CO LTD	Japani	4,0 %
NOKIA OYJ	Suomi	3,8 %
TIFFANY & CO	Yhdysvallat	3,7 %
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	Saksa	3,5 %
L'OREAL	Ranska	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS
 30.6.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)


Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	26,9
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,8 %	8,4 %	1,6 %	8,8 %
Vuoden alusta	3,2 %	9,5 %	-0,4 %	9,7 %
1 v	8,6 %	9,5 %	4,8 %	9,9 %
3 v	19,1 %	10,3 %	12,0 %	11,7 %
5 v	13,4 %	14,5 %	1,9 %	16,6 %
Aloituspäivästä	-0,6 %	16,0 %	-10,1 %	18,1 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,1 %		-1,4 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,63 %
Salkun kiertonopeus	-4,66 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,61 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2007)	0,67 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,1 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	5,9 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	5,8 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	5,7 %
SANOFI-AVENTIS	Ranska	5,4 %
SCHERING-PLOUGH CORP	Yhdysvallat	5,0 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	4,9 %
BAXTER INTERNATIONAL INC	Yhdysvallat	4,3 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	4,2 %
MERCK KGAA	Saksa	4,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

Joulukuussa 2006 aloittaneen **USA-indeksirahaston** täydelliset tunnusluvut julkaistaan vasta vuosikatsauksessa 2007, kun rahastolla on niiden laskemiseksi vaadittava vuoden historia. Rahaston tuotto kesäkuun loppuun mennessä oli 5,6%, alkuvuoden perusteella laskettu TER 0,44%, TKA 0,53% ja indeksipoikkeama 0,25%.



INDEKSISALKUNHOIDON ARKEA

Meiltä tiedustellaan silloin tällöin mitä indeksirahaston salkunhoitaja oikein tekee. Jos rahasto kerran seuraa indeksiä, niin eikös sen voisi hoitaa koneella?

Lyhyt vastaus on: ei. Yritämme selventää asiaa tarkastelemalla lähemmin Eurooppa 50 -rahastoa, joka on osuudenomistajamäärältään suurin indeksirahastomme.

Eurooppa 50 -rahaston tavoitteena on seurata Dow Jones STOXX 50 -indeksin kehitystä. Salkunhoitajan tärkeimpänä tehtävänä on varmistaa, että tämä tavoite toteutuu mahdollisimman tehokkaasti.

Aamukahvi

Salkunhoitajan työpäivä alkaa siitä, että tarkastellaan minkälaisia yritystapahtumia rahaston omistamissa yhtiöissä on tiedossa. Osinkojen lisäksi näitä ovat muun muassa fuusiot, irtautumiset ("spin off") sekä osakkeiden jaot useampiin eli splittaukset.

Käteisenä saadut osingot sijoitetaan yleensä välittömästi indeksin määräämässä suhteessa, jotta rahaston sijoitusaste pysyy koko ajan 100%:ssa. Muiden tapahtumien osalta seuraamme indeksinlaskijan julkaisemia tiedotteita ja ohjeita. Niiden perusteella saadaan rahasto käyttäytymään indeksin mukaisesti mahdollisimman nopeasti.

Rahastoon kuuluvat arvopaperit arvostetaan päivittäin niiden markkina-arvoon, joka Eurooppa 50:n arvonlaskennassa on viimeisin kaupankäyntikurssi kello 14.30. Näiden kurssitietojen mukaan arvonlaskijamme määrittävät rahasto-osuudelle päivän arvon ja sen mukaan tehdään asiakkaidemme merkinnät ja lunastukset.

Salkunhoitajan pitää varmistaa, että pörssien toimittamat hintatiedot päätyvät virheettöminä arvonlaskentaan. Arvonlaskijat seuraavat uusien merkintöjen ja lunastusten määrää, joiden perusteella tiedämme onko rahastoon kokonaisuutena ottaen tulossa lisää rahaa vai onko sitä poistumassa. Siitä riippuen rahastoon joko ostetaan lisää osakkeita tai niitä sieltä myydään.

Osakekaupankäynti indeksirahastossa aiheuttaa erityisiä haasteita välityspalveluille. Esimerkiksi viidenkymmenen eri osakkeen kaupat pitää voida toteuttaa markkinoilla tarvittaessa muutamassa sekunnissa.

Osakekaupat aiheuttavat kuitenkin aina osuudenomistajille kustannuksia välitys-, säilytys- ja valuuttakaupan palkkioina. Näin ollen eräs salkunhoitajan tehtävistä on olla tiukasti osuudenomistajien etua ajava ammattimainen välityspalveluiden ostaja.

Sijoitus tulevaisuuteen

Salkunhoidossa käytetään myös indeksifutuuureita. Rahastolla voi esimerkiksi olla paljon osinkosaamisia, joiden maksupäivä on kaukana tulevaisuudessa. Periaatteessa näitä saamia vastaan voisi ottaa rahastolle lainaa, joka sitten sijoitettaisiin osakkeisiin, mutta sijoittamalla indeksifutuuureihin päästään samaan lopputulokseen kustannustehokkaammin. Ylimääräisiä riskejä ei johdannaisten käytöllä siis indeksirahastossa haeta.

Edelleen rahastolla on sijoitusrahastolain mukaan oltava tietty määrä käteisvaroja. Tämän käteisposition aiheuttama ero indeksiin nähden "korjataan" usein juuri indeksifutuuureiden avulla.

Lähde, vero!

No, verot eivät kyllä yleensä lähde vaikka kuinka toivoisi. Ulkomaille sijoittavan rahaston haasteista hankalimpia onkin osingoista maksettavien lähdeverojen minimointi.

Ulkomaisista osinkotuloista perittävä lähdeveroa vaihtelee maakohtaisesti. Monissa tapauksissa osan peritystä lähdeverosta voi anoa takaisin ja salkunhoitajan kuuluu varmistaa, että tämä toteutuu tehokkaasti. Esimerkiksi Saksa perii osingonmaksun yhteydessä 21,1 % veron, mutta Suomen ja Saksan välinen verosopimus takaa suomalaisille sijoitusrahastoille 15 % lähdeveroasteen. Näin ollen rahasto voi jälkikäteen hakea takaisin liikaa perityn osuuden suoraan Saksan verottajalta.

Lähdeverojen takaisinperintäprosessi voi kuitenkin olla vaivalloinen ja pitkäkin ja siten palautuksia "tippuu" rahastoon osittain ennustamattomasti. Tämän vuoksi Eurooppa 50 on esimerkiksi kuluneen vuosineljänneksen aikana jäänyt indeksistään vähemmän kuin kokonaiskulujensa verran.

Lähdeverojen takaisinmaksun vuoksi pieni osa sijoittajan osinkotuotosta tulee viiveellä, mutta pitkäjänteisen sijoittajan salkussa tällä ei pitäisi olla paljoakaan merkitystä. (Kaiken kaikkiaanhan rahastosijoittamisen verokohtelu on tällä hetkellä koko lailla neutraalia verrattuna suoriin osakesijoituksiin, ks. tarkemmin s.16.)

Ei ilmaisia lounaita

Osinkoveron osittainen välttäminen on mahdollista myös erilaisin salkunhoidollisin menetelmin, esimerkiksi käyttämällä futuureja tai lainaamalla osakkeita osinkokaudeksi. Etsimme koko ajan tehokkaimpia mahdollisia tapoja, mutta ilmaisia lounaita ei tässä asiassa tarjoilla, vaan sekä futuurikaupat että lainausjärjestelyt maksavat.

Salkunhoitajan työhön kuuluu selvittää, mikä menetelmä on missäkin tilanteessa kustannustehokkain. Sitä paitsi tilanteet muuttuvat koko ajan: yhtäkkiä on Suomi –indeksirahastosakin kaksi Ruotsiin rekisteröityä yhtiötä, Nordea ja TeliaSonera, joiden osingoista maksetaan lähdeveroa.

Kaikenlaisia muitakin yllätyksiä saattaa tulla eteen. Otetaan vielä esimerkki Suomesta: Stora Enson R-osakkeen lisäksi indeksissä on mukana erittäin epälikvidi yhtiön A-osake.



Hyvässä hoidossa. Jani Holmberg ja Samuli Seppävuori pitävät huolta Seligson & Co:n indeksi- ja korirahastoista.

Epälikvidit osakkeet aiheuttavat aina erityisiä haasteita salkunhoidolle, koska kaupankäynti niillä käy markkinavaihtuksen sekä osto- ja myyntihintojen eron vuoksi kalliiksi. Näin ollen olemme katsoneet viisaimmaksi sijoittaa Stora Enson A-osakkeisiin kuuluvankin osuuden likvidiin R-sarjaan, koska osakkeet ovat periaatteessa rahaston kannalta samanarvoisia.

Tänä keväänä juuri epälikvidin osakesarjan kurssi on poikkeuksellisesti kehittynyt paremmin (mahdollisesti jonkin spekulatiivisen intressin ajamana) ja indeksin tuotto siten ollut viime kuukausina rahaston tuottoa hieman parempi. Stora Enson osinkotuotto on kuitenkin molemmille osakesarjoille sama, joten tuskinpa markkinaosapuolet ovat valmiita jatkuvasti maksamaan A-osakkeista kalliimpaa hintaa.

Ittapala

Ennen työpäivän päättymistä salkunhoitajan pitää vielä varmistaa arvonlaskennan ja rahaston nimissä tehtyjen tapahtumien oikeellisuus. Päivittäisiin tarkistuksiin kuuluu, että yritysjärjestelyt on toteutettu täsmällisesti, asiakkaiden lunastukset ja merkinnät on tehty oikeaan arvoon, osakekaupat ja valuuttakaupat tuotu oikein arvonlaskentaan sekä hallinnointipalkkiot ja mahdolliset pankkikulut vähennetty kuten kuuluu. Kaiken pitää myös tapahtua jokaisen osuudenomistajan etua tasapuolisesti ajaen.

Hyvin suuri osa indeksisalkunhoitajan työstä on nimenomaan sen varmistamista, että kaikki sujuu ehdottoman oikein ja mahdollisimman kustannustehokkaasti. Tähän liittyvät toimet vaativat usein keskustelua monien eri osapuolien kanssa, tarkkaa laskentaa ja kuluseurantaa, byrokratian kiemuroiden selvittämistä sekä nopeaa reagoitua yllättäviin tapahtumiin.

Kaiken sujuessa hyvin voi kuitenkin päivän päätteeksi olla tyytyväinen. Vähentäessään sijoittamisen kustannuksia ja pitämällä rahaston varat mahdollisimman tarkasti markkinoilla indeksisalkunhoitaja pystyy tuottamaan sijoittajilleen varmasti toteutuvaa lisäarvoa. Sen tiedon varassa on hyvä taas maistella uuden päivän aamukahvia yhtiötiedotteita silmäillen.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Jani Holmberg & Samuli Seppävuori'.

Jani Holmberg & Samuli Seppävuori
jani.holmberg@seligson.fi
samuli.seppavuori@seligson.fi

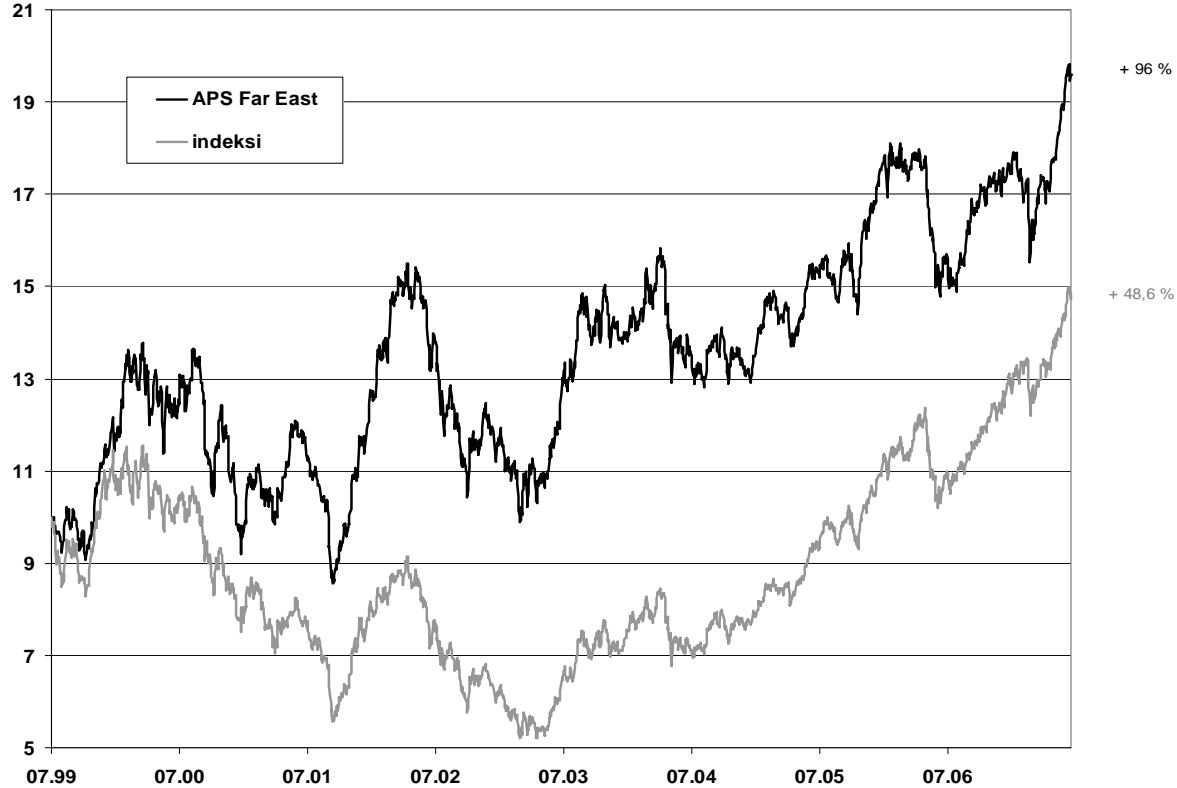
APS FAR EAST
30.6.2007

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Kaukoidän osakemarkkinoille.

APS Far East ja vertailuindeksi

Euro

13.7.1999 - 30.6.2007



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	50,9
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East ex-Japan NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 – 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	APS Asset Management

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	1,29 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,79 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,08 %
Salkun kiertonopeus	154,75 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-ero (tracking error)	11,24 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	0,55 %

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	14,5 %	11,2 %	14,9 %	13,8 %
Vuoden alusta	12,1 %	15,0 %	15,4 %	15,8 %
1 v	25,5 %	13,9 %	40,3 %	15,0 %
3 v	40,3 %	14,2 %	101,0 %	15,8 %
5 v	46,3 %	17,7 %	101,9 %	19,4 %
Aloituspäivästä	96,0 %	20,1 %	48,6 %	21,6 %
Aloituspäivästä p.a.	8,8 %		5,1 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HON HAI PRECISION INDUSTRY	Taiwan	8,4 %
FOXCONN TECHNOLOGY CO LTD	Taiwan	6,7 %
WANT WANT HOLDINGS LTD	Singapore	4,3 %
CATCHER TECHNOLOGY CO LTD	Taiwan	4,3 %
TEXWINCA HOLDINGS LTD.	Hongkong	4,0 %
HI-P INTERNATIONAL LTD	Singapore	3,8 %
TAIWAN CHI CHENG ENTERPRISE	Taiwan	3,3 %
HANKUK ELECTRIC GLASS	Korean tasavalta	2,9 %
LOTTE SHOPPING CO	Korean tasavalta	2,9 %
JIANGSU EXPRESS CO LTD-H	Kiina	2,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Aasialaiset osakkeet jatkoivat ylöspäin kesän alussa, vaikka useimmilla länsimaiden markkinoilla nähtiinkin ainakin pieni pysähdys pitkässä nousuputkessa. Eniten ylös mentiin Taiwanissa, Filippiineillä ja Thaimaassa. Ainoastaan Japanin ja Malesian markkinat seurasivat USA:n inflaatiopelkojen vaivaamaa trendiä alaspäin.

Rahaston osalta vuosineljänneksen parhaan tuloksen teki kuitenkin Hongkongissa päämajaansa pitävä Xinyi Glass lähes 80% arvonnousullaan. Lähes 70%:iin ylsivät myös taiwanilainen Meiloon Industrial ja singaporelainen Del Monte Pacific.

Xinyin perusti autojen varaosakaupassa kokemusta hankkinut Yin Yee Lee vuonna 1988. Alku oli vaatimaton: yhtiö tuotti vain autojen ikkunalaseja pienessä verstaassa. Vajaassa parisakymmenessä vuodessa Xinyi on kasvanut mm. Fordin, Volkswagenin ja GE:n toimittajaksi sekä Kiinan suurimmaksi lasinviejäksi. Nykyisin se toimii lähes kaikilla teollisen lasintuotannon osa-alueilla aina koristelaseista suuriin seinärakenteisiin asti.

Xinyi listattiin vuonna 2005 ja on sen jälkeen pyrkinyt laajentumaan ennen muuta Pohjois-Amerikan markkinoilla. Yhtiö on myös laajentanut tuotantoaan ennen muuta manner-Kiinassa sekä satsannut markkinoinnissa ja tuotekehityksessä laatuun ja toimitusvarmuuteen.

”Seuraavan 10 vuoden tärkein tehtävämme on Xinyin brändin vahvistaminen”, sanoo perustaja ja hallituksen puheenjohtaja Lee.

Rahaston suurin häviöjä kuluneen neljänneksen aikana oli korealainen puolijohteiden ja tarkkuusoptiikan valmistaja Snu Precision, jonka osakkeen kurssi laski n. 11%.



Klassista tyyliä moderniin käyttöön. Perinteisessä hengessä muotoiltu taulutelevisiolle ja oheislaitteille tarkoitettu Legacy Media Center on yksi rahaston uuden sijoituskohteen Samsonin menestystuotteista Yhdysvaltain huonekalumarkkinoilla.

Hongkongissa listattu elektroniikkavalmistaja IDT International julkaisi odotettua huonomman tuloraportin ja jakson alun nousu taittui 13%:n laskuksi kesäkuussa, kun osake palasi koko lailla huhtikuun alun arvoonsa. Yhtiö tehnee tappiota 2007, mutta tulosta on rasittamassa monia kertaeriä, joiden poistuttua pitäisi lukujen kääntyä voitollisiksi.

Ostot ja myynnit

Salkun uusi tulokas on korealainen Samsung Electronics. Sen kolme tärkeintä liiketoimintaryhmää ovat kukin keskellä vaikeaa jaksoa. Sekä DRAM että NAND –piirien hinnat ovat pudonneet rajusti ja vaikka TFT-LCD –näyttöjen tuotanto onkin jo todennäköisesti ohi hankalimman vaiheensa, eivät katteet ole kohentuneet. Uskomme kuitenkin, että hyvin syklisillä aloilla toimiva Samsung Electronics on tärkeimmillä liiketoiminta-alueillaan erittäin kilpailukykyinen. Käsityksemme mukaan osakemarkkinat ovat jo hinnoitelleet osakkeen arvoon tuleviakin huonoja uutisia. Riskin suhde tuottomahdollisuuksiin on siten kääntynyt edulliseksi.

Samson Holding on Hongkongissa listattu kiinalainen huonekaluvalmistaja, joka on menestynyt etenkin viennissä Yhdysvaltoihin. Se on myös onnistunut kasvattamaan osuuttaan amerikkalaisten huonekalumerkkien valmistuksen ulkoistuskumppanina. Kasvun varaa kuitenkin on: Samsonin tämän hetkinen markkinaosuus on alle 3%. Kun tähän yhdistetään ponnistelut Euroopan ja Kiinan markkinoilla, uskomme, että Samson saattaa lähivuosina kaksinkertaistaa liikevaihtonsa katteiden kärsimättä.

Rahastosta myytiin jakson aikana Korea Electric Terminal ja Kookmin Bank.

APS:n sijoitusfilosofia

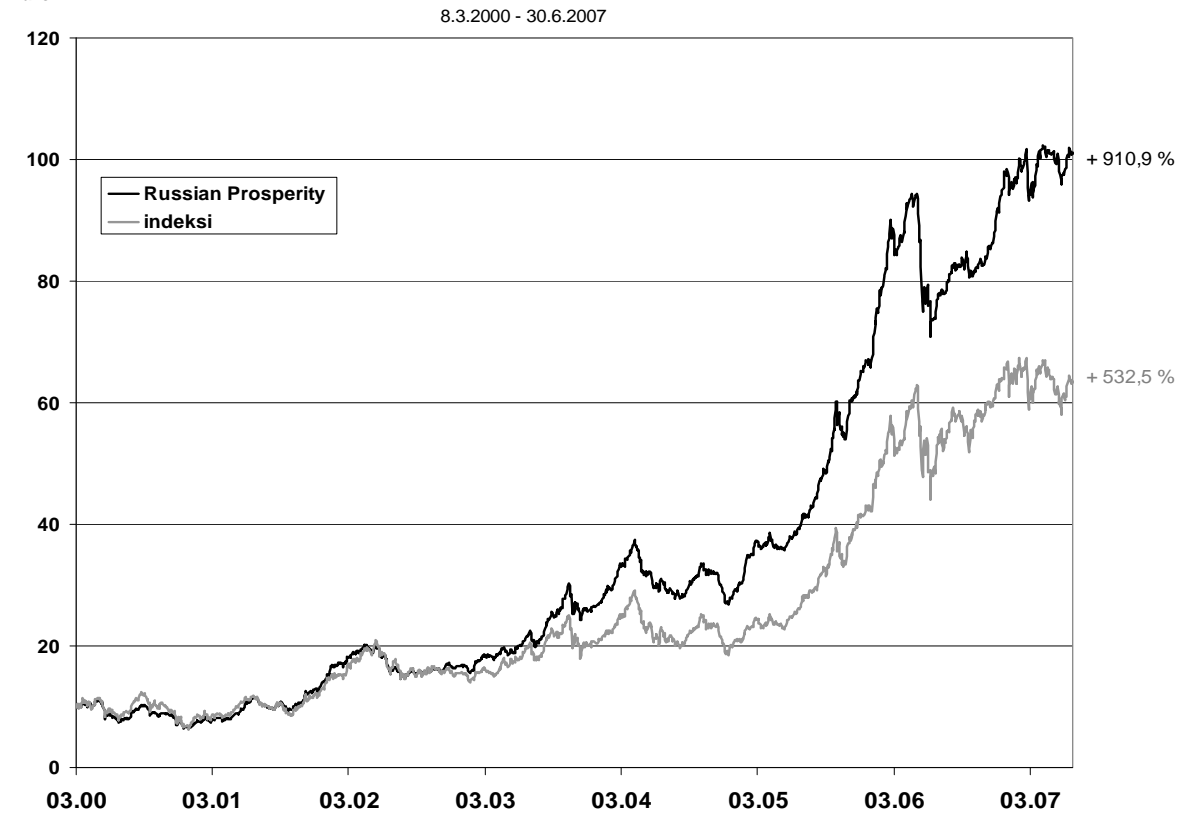
Jatkamme pitkäjänteistä tarkkaan tutkimukseen perustuvaa työtä tavoitteenamme löytää hyviä yhtiöitä kiinnostavalla arvostustasolla – emme siis lähde mukaan markkinoiden muotivirtauksiin, vaikka jäisimme joskus väliaikaisesti jälkeen markkinakehityksestä. Pyrimme rakentamaan ja ylläpitämään noin 40–50 osakkeen salkkua, jonka koostumus on sellainen, että jokaisen osakkeen kohdalla voidaan nähdä useita perusteltuja syytä odottaa kurssinousua.

APS Asset Management

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO
30.6.2007

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

Russian Prosperity ja vertailuindeksi



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	205,1
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,2 %	8,8 %	-4,2 %	18,4 %
Vuoden alusta	3,1 %	12,7 %	-4,0 %	23,8 %
1 v	31,5 %	11,2 %	19,5 %	21,5 %
3 v	235,2 %	16,5 %	191,3 %	25,9 %
5 v	542,9 %	19,4 %	294,5 %	28,8 %
Aloituspäivästä	910,9 %	23,1 %	532,5 %	33,3 %
Aloituspäivästä p.a.	37,2 %		28,7 %	

* Huom! Hintaindeksi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2006 – 30.6.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	2,20 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,74 %
Kaupankäyntikulut*	0,42 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,62 %
Salkun kiertonopeus	-16,44 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	11,78 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2007)	0,07 %

* Kaupankäyntikulu on arvio. Suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns. nettokauppana ilman eksplisiittisiä välityspalkkioita.

SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
SURGUTNEFTEGAZ-PFD \$US	Venäjä	6,9 %
COMSTAR UNITED TELESYST-GDR	Venäjä	5,4 %
BASHNEFT- RTS PFD US\$	Venäjä	5,3 %
TNK BP HOLDING ORD US\$	Venäjä	5,2 %
MAGNIT-CLS	Venäjä	5,0 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT-PFD \$	Venäjä	4,9 %
PHARMACY CHAIN 36- \$ RTS BD	Venäjä	4,9 %
TATNEFT-PFD-\$US	Venäjä	4,5 %
WIMM-BILL-DANN FOODS-US\$	Venäjä	4,1 %
BASHKIRENERGO-\$US	Venäjä	4,1 %

SALKUNHOITAJALTA

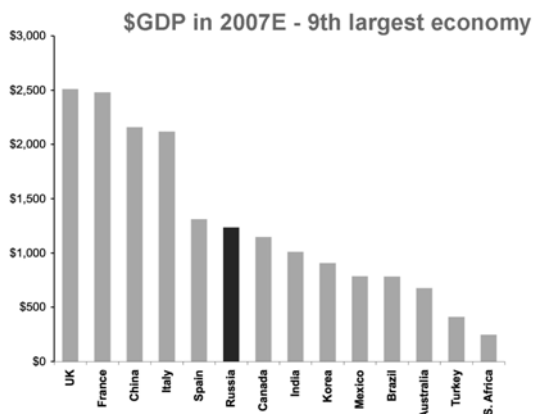
Venäjän osakemarkkinat kokivat huhti-toukokuussa myllerryksen. RTS -indeksi laski kuuden viikon aikana peräti 14%. Tästä kuitenkin toivuttiin melko nopeasti, mutta markkinat ovat edelleen vuoden alusta 4% miinuksella. Rahastomme arvo on samaan aikaan kehittynyt positiivisella 3,1%:n tuotollaan selvästi markkinoita paremmin.

Tärkeimmät syyt Venäjän maailmanmarkkinoita heikomalle alkuvuoden kehitykselle ovat nähdäksemme olleet öljy- ja kaasuyhtiöiden osakkeiden vastamäki, suurehkot osakeannit (vapaasti vaihdettavien osakkeiden markkina-arvo on kasvanut kuluvan vuoden aikana melkein 10%) ja jälleen kerran poliittiset huolet. Lähestyvät vaalit näyttävät houkuttelevan negatiivista kirjoittelua ulkomaisessa lehdistössä.

Kohisten kahdeksanneksi

Venäjän talouskehitys on kuitenkin jatkunut erittäin vahvana. Keskuspankin valuuttavarannot ovat kasvaneet huhti-toukokuun aikana yli USD 60 miljardia ja ovat kokonaisuudessaan nyt jo yli USD 400 miljardia. Ennustamme tälle vuodelle 7,5%:n talouskasvua, investoinneille 20%:n lisäystä ja vähittäiskaupalle 14%:n kasvua.

Ulkomaisten investointien virta Venäjälle jatkuu ennätystasolla. Maan bruttokansantuotteen ennustetaan nousevan USD 1,5 triljoonaan vuoden loppuun mennessä, ohi Espanjan ja enää vain hiukan maailman seitsemännellä sijalla olevaa Italiaa jäljessä.



Eipäs kun kohta kahdeksas! Venäjän talouden huimaa kasvua kuvaa se, että vielä alkuvuodesta tutkimuslaitos Troika Dialog ennusti Venäjän olevan maailman yhdeksänneksi suurin talous vuoden 2007 loppuun mennessä. Uusi ennuste siis jo kahdeksas. (Huom! Kuvasta puuttuvat USA, Japani ja Saksa.)

Kotimainen kunniaan

Vuoden aikana Venäjällä on mennyt heikosti lähinnä energiantuotannon raaka-aineissa, muut alat ovat kehittyneet itse asiassa melko hyvin. Venäjän pörssi-indeksiä hallitsevat yhä öljy- ja kaasuosakkeet (n. 54% pörssin markkina-arvosta). Viime aikoina laahannut kurssikehitys on tehnyt myös niistä taas houkuttelevia sijoituskohteita. Esimerkiksi salkkumme avainyhtiöihin lukeutuvan TNK-BP:n tämän hetkinen P/E -luku on jopa alle seitsemän.

Markkinoiden yleinenkin arvostustaso on mielestämme houkutteleva. Osakkeet ovat keskimääräisellä P/E -luvullaan 11 kehittyvien markkinoiden edullisimmasta päästä. Markkinat ovat siten terveellä pohjalla ja yritysten tuloskasvu jatkuu laajalla rintamalla. Menestyminen Venäjän markkinoilla edellyttää kuitenkin perinpohjaista analyysiä ja tarkkuutta osakevalinnoissa, sillä esimerkiksi monien pankki- ja kulutustavaraosakkeiden arvostukset ovat nousseet melko haastavalle tasolle.

Painotamme kuitenkin edelleen kotimaisesta kysynnästä hyötyviä yhtiöitä. Pyrimme keskittymään aloihin ja yrityksiin, joissa analytikoillamme on erityisosaamista. Olemme viime aikoina ostaneet ”epämuodikkaita” yhtiöitä, joiden arvostustasot ovat usein merkittävästi alle vastikään pörssilistautuneiden sijoittajien yleisessä suosiossa olevien yritysten.

Yksi esimerkki on panimoalalla toimiva EFES. Sillä on runsaasti käyttämätöntä kapasiteettia ja huomattavasti kasvuvaraa nopeasti kehittyvillä markkinoilla kuten Kazakhanissa ja Moldovassa. Johto ja omistajat ovat osoittaneet osaamisensa muun muassa Turkissa, jossa yhtiöllä on n. 80% olutmarkkinoista ja erittäin hyvä kate rakenne. EFESin uusi toimitusjohtaja tuli Coca Colalta, jossa hän on ollut Latinalaisen Amerikan markkinoiden avainhenkilöitä vuodesta 1981.

Myös sähkön ja lämmön jakelussa näemme edelleen mielenkiintoisia mahdollisuuksia. Uralin alueen suurimpiin yrityksiin lukeutuva Bashkirenergo on laskelmiemme mukaan jopa 40% aliarvostettu alan muihin yhtiöihin nähden. Prosperity Capital Management on rahastojensa kautta nykyään yhtiön suurin vähemmistöomistaja. PCM on myös mukana Bashkirenergon hallituksessa ja siten aktiivisesti ajamassa yhtiön tehostamistoimenpiteitä ja alan uudelleenjärjestelyjä.

Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,

Petri Rutanen, salkunhoitaja
petri.rutanen@seligson.fi



KUSTANNUKSILLA ON MERKITYSTÄ

Rahastosäästämiseen tarkemmin perehtyvät törmäävät vääjäämättä siihen, että rahastojen kustannuksilla on merkitystä sijoittajan pitkäaikaiselle tuotolle. Mitä edullisemmat kulut, sitä enemmän rahastojen arvopapereiden tuotosta jää sijoittajalle itselleen. Kustannusten merkitys on kuitenkin syvempi ja monisyisempi kuin ensi ajattelemalta aina huomataankaan.

Rahoitusalan tutkimuksissa on kerta toisensa jälkeen vahvistettu kulujen merkitys sijoittajan pitkäjänteiselle tuotolle. Asia on helppo ymmärtää myös talonpoikaisjärjellä: kaikki tietyllä markki-

nalla toimivat sijoittajat yhteensä saavat täsmälleen ko. markkinan indeksituoton, vähennettynä sijoittamisen kustannuksilla. Jos joku saa enemmän, joku toinen kärsii saman verran.¹

Monesti kuvitellaan, että satsaamalla runsaasti resursseja aktiiviseen sijoitushallinnointiin voidaan varmistaa, että sijoitustulokset ylittävät markkinatuoton. Kustannusten merkitys ei kuitenkaan rajoitu vain passiivisiin indeksirahastoihin. Esimerkiksi maailmaan suurin rahastoluokittelija Morningstar on valtavaa tietokantaansa tutkiessaan todennut, että myös aktiivisissa rahastoissa edullisimmat tuottavat parhaan pitkän aikavälin tulokset.²

Pääseekö hevosella?

Miksi rahalla sitten ei saa? Lisäresurssien käyttö maksaa ja korkeammat kulut nostavat rimaa ylituoton ansainnalle. Kalliin rahaston tulee ensin tienata ”kiinni” korkea hallinnointipalkkio, vasta sitten voi syntyä lisäarvoa sijoittajille. Tästä ei ole pitkä matka lisääntyneeseen riskinottoon, joka sitten ajoittain epäonnistuessaan tuottaa markkinoihin nähden myös korkeampaa tappiota – ja siten lisää kiinnitettävää.

Juuri aktiivisen riskinoton vuoksi on selvää, että lyhyen tähtäimen vertailuissa – esimerkiksi 1 tai 3 vuoden aikajänteellä – parhaiten menestyvät monesti kalliit rahastot. Kun monet ottavat aktiivisesti riskiä, niin aina joku onnistuu. Sijoittajan ongelmana on kuitenkin se, että on lähes mahdotonta tietää **etukäteen**, jo sijoittaessaan, kenen markkinanäkemyks – eli se, miten joku arvioi muiden arvioivan sijoituskohteiden lähitulevaisuuden arvonkehitystä – seuraavaksi osuu oikeimpaan.

Yhtiöiden ja talouden tulevaisuuden ennustaminen paremmin tai nopeammin kuin muut on niin vaikeaa, että käytännöllisesti katsoen kukaan ei siinä jatkuvasti onnistu. Aktiiviselle arvaajalle tulee ajan mittaan väistämättä sekä osumia että huteja. Koska aktiivisuus lisää kustannuksia joka tasolla³ pitää osuimien vaikutuksen olla vähintään kustannusten verran suurempi kuin hutien. Harvalla on.

Mainos, parempi mainos, tilasto

Sijoitustilastoja selatessa voi joskus näyttää siltä, että jopa suurin osa kohtuullisen kalliista aktiivisista rahastoista voittaa vertailuindeksinsä. Tilastot eivät kuitenkaan välttämättä kerro koko totuutta. Suomessa usein vertailukohtana käytetty OMX Helsinki 25 –indeksi sisältää vain 25 osaketta – rahastoilla on mahdollisuus sijoittaa huomattavasti useampaan. Indeksistä käytetään joskus myös versiota, johon ei ole lainkaan laskettu mukaan osinkoja, vaikka rahastot saavat osinkoja siinä kuin muutkin osakkeenomistajat.

Historiallisten rahastotilastojen satunnaista lukijaa johtaa helposti harhaan myös niin kutsuttu ”selviytyjävääristymä”: tilastoista on poistettu rahastot, jotka on sulautettu toisiin tai lopetettu.⁴ Lopetetut tuskin ovat niitä, jotka aikanaan pärjäisivät parhaiten...

Sijoitusmarkkinoilla puhaltelee tunnetusti usein voimakkaitakin joidenkin vuosien mittaisia muotituulia. Silloin ”myötätuuliset” rahastot menestyvät tilastoissa erityisen hyvin – lähes kustannuksista huolimatta. Monilla rahastoyhtiöillä onkin liuta erityyppisiä rahastoja ja jokin niistä on lähes aina menestynyt viime vuosina mainiosti. Koska rahastovalintoja edelleen tehdään ennen muuta lyhyen aikavälin menneen tuoton perusteella, on voittajavaihtoehto hyvä olla tarjolla. Mutta entäs eteenpäin? Kuinka mahtaa sujua kolme seuraavaa vuotta? Ja kolme siitä seuraavaa...? Tyyliuotto tyrehtyy, rakenteellinen kustannusetu säilyy.

Vertailun vaikeus

Kustannusten ja niiden merkityksen vertailua vaikeuttaa se, että moniin sijoittajille myytäviin tuotteisiin liittyy kustannuksia, joita ei esitteissä kerrota yhtä selvästi kuin esimerkiksi rahastojen hallinnointipalkkiot.⁵

Esimerkiksi suuren suosion saavuttaneet ETF:t eli pörssilistatut rahastot tavallaan ulkoistavat asiakkailleen osan kustannuksista. Asiakas maksaa mm. osakevälittäjän palkkiot sekä osto- ja myyntihinnan erotuksen ostaessaan ja myydessään rahastosuuskuksia. Rahaston tuotto voi siten tilastoissa näyttää paremmalta kuin se mitä loppujen lopuksi jää sijoittajan salkkuun.

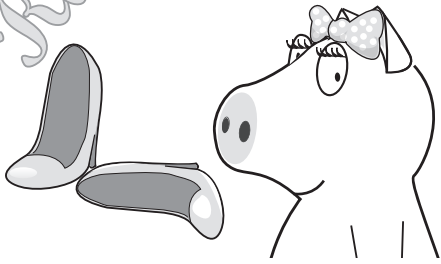
Myös monet niin sanotut pääomaturvatut tuotteet saattavat sisältää hyvin vaikeasti hahmotettavia kustannuksia. Esimerkiksi indeksilainojen ehdollinen tuotto sidotaan lähes aina hintaindeksiin, jolloin osinkotuotto jää kokonaan laskuista pois. Eikä tuoton laskentapa useinkaan ole suora ja selkeä.

Pitkäjänteisen sijoittajan salkun ytimen muodostamiseen ei ole olemassa varmempaa strategiaa kuin hyvin hajautettu ja tarkkaan harkittu sijoitussuunnitelma, joka toteutetaan selkeillä kustannustehokkailta välineillä. Ehkä tylsää, mutta toimii.

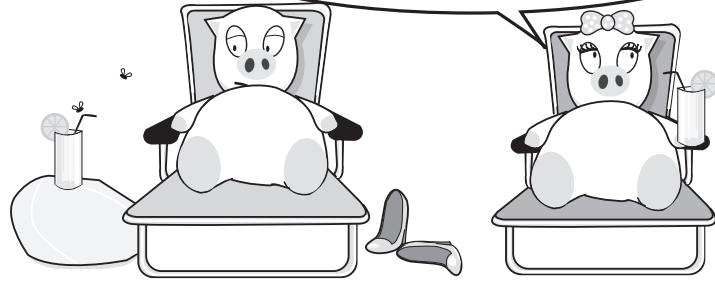
Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

- ¹ Hauskin tietämäni esitys aiheesta on Warren Buffetin tarina Gotrocksin perheestä. Se alkaa Berkshire Hathawayn vuoden 2006 vuosikertomuksessa, www.berkshirehathaway.com.
- ² Esim. <http://advisor.morningstar.com/articles/doc.asp?docId=12957>
- ³ Mm. tietojärjestelmät, vilkkaan kaupankäynnin kustannukset, henkilökunnan palkat ja onnistumispalkkiot, jne. Korkeat hallinnointipalkkiot edellyttävät aktiivisuutta, mikä edelleen lisää muita kustannuksia.
- ⁴ Esim. 10 vuotta sitten myydyistä 19:stä Suomeen sijoittavasta rahastosta viisi on kuukahtanut matkalla.
- ⁵ Puutteita on kyllä myös hallinnointipalkkioiden esittämisessä. Niin käsittämätöntä kuin se onkin, kaikki rahastojen rahastot eivät edelleenkaan kerro selkeästi alarahastojensa palkkiolukuja.

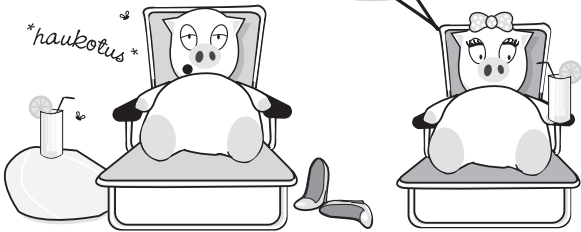
Kaksi Kärpästä



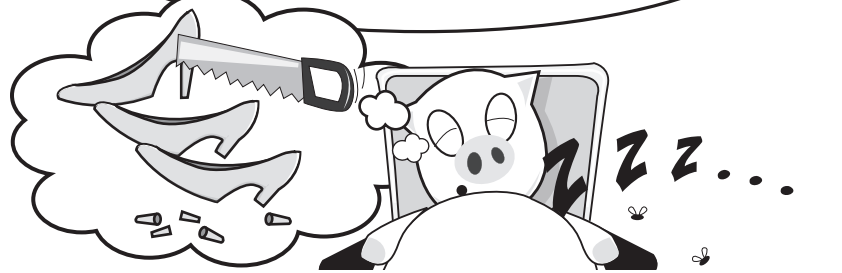
Mä olen kuule miettinyt noita meidän korkosijoituksia. Pitaisköhän niille tehdä jotain?



Myykään on kato vaikka minkälaisia erilaisia uusia korkojuttuja.



Esimerkiksi nää CDO:t. Useita eri korkopapereita pätkitään osiin, jotka sitten sopii erilaisille sijoittajille. Vaikka ei noista kyllä ymmärrä oikein mitään.



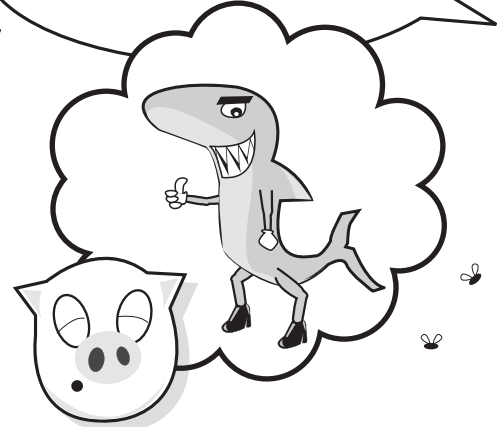
Ja sitten on tietenkin noi hajjildit, nehan on tuottanut viimeaikoina loistavasti...



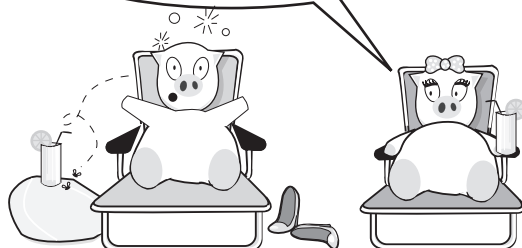
Ja kehittyvien markkinoiden korot on kans olleet ihan toista luokkaa kuin täällä meillä.



Mutta onhan se toisaalta niin, että korkopuolelta me etsitään ennen muuta varmuutta ja vakautta..



Eli jos me sittenkin pidetään noi korot mahdollisemman selkeissä ja varmoissa instrumenteissa ja otetaan sitten vähän enemmän riskiä osakkeissa?



Kuulosta hyvältä. Uksinkertainen on tehokasta!



SELIGSON & CO

Seligson & Co perustettiin 1997 tuottamaan kustannustehokkaita nykyaikaisia sijoituspalveluja pitkäjänteisille sijoittajille. Palvelemme sekä instituutioita että yksityissijoittajia Suomessa ja Ruotsissa.

Pyrimme tuottamaan sijoituspalveluja, joiden lähtökohtana on aidosti asiakkaan etu: palveluja, jotka ovat helpompia ymmärtää ja joiden avulla asiakkaan saama pitkän aikavälin tuotto on mahdollisimman hyvä.

Pyrimme aina minimoimaan sijoitusten tuottoa rasittavia kustannuksia. Keskitymme varainhoitoon ja olemme siksi täysin riippumattomia esimerkiksi arvopaperivälittäjistä.

RAHASTOMME

Rahastomme voidaan jakaa passiivisiin indeksi- ja korirahastoihin sekä aktiivisiin rahastoihin sen mukaan mikä on salkunhoitajan rooli sijoitusten valinnassa. Indeksirahastot ovat kustannustehokkain tapa muodostaa hyvin hajautettu perussalkku.

Näiden lisäksi tarjoamme aktiivisesti hoidettuja rahastoja täydentämään riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta. Aktiiviset rahastomme sijoittavat alueille, joilla markkinoiden toiminta on vielä osin kehittymätöntä (Prosperity Russia, APS Far East) tai niiden sijoituspolitiikka noudattaa selvää tyyliä tai toiminta-ajatusta (Phoenix, Phoebus). Varainhoitorahasto Pharos voi kattaa koko sijoitussalkun.

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

Monimutkaiset instrumentit ja runsas kaupankäynti arvopapereilla ovat tuottoisia välittäjille, mutta harvoin sijoittajille. Kun kaikki varainhoidossa käytetyt työkalut sopivat toisiinsa ja ovat riittävän yksinkertaisia, voidaan keskittyä oleelliseen. Kustannuksilla on merkitystä, yksinkertainen on tehokasta!



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

Erottajankatu 1-3, FIN-00130 Helsinki puh. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 sähköposti info@seligson.fi

www.seligson.fi